

# Statsskuldens förvaltning

*Förslag till riktlinjer 2013–2016*



SAMMANFATTNING	1
FÖRUTSÄTTNINGAR	2
1 Statsskuldens utveckling fram till 2016	2
FÖRSLAG TILL RIKTLINJER 2013–2016	5
Statsskuld förvaltningens mål	5
Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål	5
Riktlinjeprocessen	5
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	5
Statsskuldens löptid	6
Kostnad och risk	6
Marknads- och skuldvard	6
Positionstagande	6
Upplåning på privatmarknaden	7
Lån för att tillgodose behovet av statslån	7
Medelsförvaltning m.m.	7
Samråd och samverkan	7
Utvärdering	7
MOTIVERING TILL FÖRESLAGNA ÄNDRINGAR	8
1 Positionstagande	8
2 Refinansieringsrisker	8
3 Ny lydelse för statsskuldens löptid	8
4 Ny lydelse för behovet av statslån	8
ANALYSER OCH UTREDNINGSSVAR	9
1 Uppdragen	9
2 Fördjupad andelsanalys	9
3 Analys av valutaandelen	11
4 Realandelen och löptiden	17
5 Styrning av refinansieringsrisker	17
6 Aktiv skuldförvaltning och positionstagande	20

# Sammanfattning

*Riksgälden lämnar i denna rapport förslag till riktlinjer för 2013–2016. För åren 2014 till och med 2016 är förslagen preliminära. Målet är att skulden ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska också ske inom ramen för penningpolitikens krav.*

I årets riktlinjeförslag ger vi en slutrapport av det utredningsuppdrag regeringen gav oss 2010. Vi fick då i uppdrag att göra en scenarioanalys där vi med utgångspunkt från en betydligt högre respektive lägre statsskuld skulle analysera hur stora andelarna av de olika skuldslagen bör vara samt analysera hur löptiden bör hanteras i dessa fall.

I förra årets riktlinjeförslag redovisade vi en del av den analysen. I år slutför vi scenarioanalysen genom en förnyad analys av framför allt valutaskuldens andel. Vi drar också vissa slutsatser för realandelen och löptiden.

Riksgäldens mål är att statsskulden ska förvaltas så att kostnaden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. I årets analys har vi gjort en förnyad analys av frågan om det går att minska risken i termer av kostnadsvariation genom att ha en viss andel av skulden exponerad i utländsk valuta. Eventuella kostnadsfördelar med att ha valutaexponering kommer vi att analysera i nästa års riktlinjeförslag.

Till grund för årets analys ligger ett nytt kostnadsmått där den genomsnittliga emissionsräntan, och variationen i densamma, mäts på ett konsekvent och enhetligt sätt för alla skuldslag och instrument. Detta är viktigt för att det ska vara möjligt att på ett tillfredsställande sätt analysera hur skulden bör vara sammansatt.

Vi har analyserat valutaskuldens andel utifrån historiska data. Vi konstaterar att kostnadsvariationen i en portfölj med bara kronskuld är mycket låg. Det har inte varit möjligt att minska kostnadsvariationen ytterligare med en viss andel valutaexponering. Därmed kan det finnas anledning att ompröva nuvarande riktlinjer om en valutaandel på 15 procent. En sådan omprövning måste även innefatta den djupare analys av kostnadsaspekterna som vi avser att genomföra till nästa års riktlinjeförslag.

Det finns även andra faktorer som talar för att avvakta med förändringar av riktlinjerna för valutaskulden som har att göra med den pågående utredningen om Riksbankens balansräkning. Regeringen har tillsatt en utredning av Riksbankens eget kapital och valutareserven. Resultatet av utredningen kan påverka vår valutaexponering och vår roll i finansieringen av valutareserven. Vi bedömer att det vore olämpligt att genomföra stora förändringar av riktlinjerna för valutaskulden innan utredningens betänkande är färdigbehandlat.

När det gäller realandelen konstaterar vi att det är teoretiskt möjligt att minska kostnadsvariationen i statsskulden genom att ha en signifikant andel realskuld. Men i praktiken kan det inte motivera realandelen eftersom kostnadsvariationen redan är så liten i skulden. Ett viktigare skäl till att ha realskuld är att den avlastar upplåningen i andra skuldslag i ett läge där statsskulden är stor.

Vi föreslår inga förändringar när det gäller statsskuldens andelar i årets riktlinjeförslag men avser att återkomma till frågan om valutaskuldens storlek. Även riktlinjerna för löptiden föreslås vara oförändrade.

I riktlinjebeslutet för 2012 fick vi i uppdrag av regeringen att se över hur riktlinjerna i större utsträckning kan beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden. Vår slutsats är att det inte vore lämpligt att begränsa refinansieringsriskerna med kvantitativa styrmått i riktlinjerna. Av tydlighetsskäl är det däremot befogat att i kvalitativa termer betona vikten av att Riksgälden beaktar refinansieringsrisker. Vi föreslår att riktlinjerna kompletteras så att refinansieringsrisker berörs explicit.

Vi bedömer att refinansieringsriskerna är små, även i förhållande till finansieringsrisker som kan uppstå av andra skäl. Därför kan det vara mer ändamålsenligt att vidta åtgärder för att begränsa finansieringsrisker än att försöka minska refinansieringsriskerna ytterligare. En sådan åtgärd vore att se över statens betalningar i syfte att minska säsongvariationerna.

I riktlinjerna som rör positionstagning föreslår vi ett tillägg som innebär att regeringen ska ange att den aktiva förvaltningen i utländsk valuta bara får ske på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt utgör en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen. Syftet med tillägget är att kodifiera nuvarande praxis som Riksgäldens styrelse beslutat om när det gäller vilka marknader som det är tillåtet att ta positioner i. Vi redogör även för hur vi ser på positionernas roll i skuldförvaltningen i stort.

Vi föreslår även nya skrivningar när det gäller riktlinjerna för statsskuldens löptid. Syftet är att förtydliga vad riktlinjerna avser. Även om det framgår av de bakomliggande motivtexterna är det önskvärt att det även i att-satserna går att utläsa vad styrningen syftar på.

# Förutsättningar

Statsskuldens storlek och det kommande lånebehovet påverkar inriktningen av statsskuld förvaltningen. Förvaltningen utformas också med hänsyn till hur lånemarknaderna fungerar. I detta avsnitt redogör vi för hur vi ser på lånebehovet och statsskuldens utveckling de närmaste åren.

## 1 Statsskuldens utveckling fram till 2016

Som ett underlag till analysen av upplåningsstrategier i kommande kapitel diskuterar vi här utvecklingen för statsskulden i ett historiskt perspektiv, osäkerhet om statsskuldens framtida utveckling och till sist aktuella prognoser för lånebehovet och statsskulden från officiella bedömare.

### 1.1 Begreppet nettolånebehov

Förändringar i statsskulden kan något förenklat likställas med statens nettolånebehov. Nettolånebehovet är identiskt med statsbudgetens saldo men med motsatt tecken. Är det överskott i statsbudgeten amorterar Riksgälden på statsskulden (negativt nettolånebehov) och är det underskott ökar statsskulden eftersom Riksgälden lånar för finansiera underskottet (positivt nettolånebehov).

Förutom nettolånebehovet påverkas statsskulden även av skulddispositioner, vilket är förändringar på statsskulden som inte motsvaras av något nettolånebehov. Det kan exempelvis vara omvärdering av skulden i utländsk valuta till aktuella valutakurser och realobligationer i svenska kronor vars värde är kopplat till konsumentprisindex (KPI).

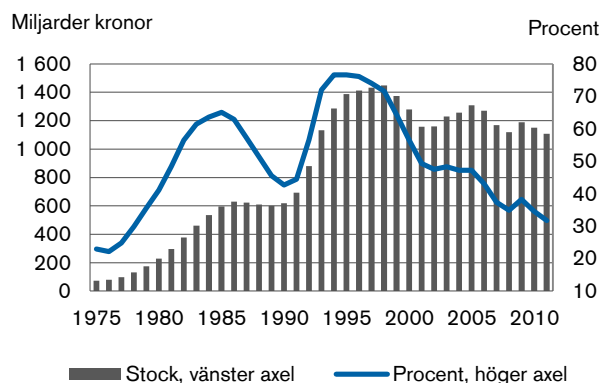
### 1.2 Statsskulden har minskat trendmässigt sedan krisen på 90-talet

I ett historiskt perspektiv har nettolånebehovet varierat kraftigt mellan år. Generellt sett minskar nettolånebehovet i konjunkturuppgångar och ökar i nedgångar. När ekonomin växer över trend ökar inkomsterna ofta snabbt medan utgifterna utvecklas svagt eller till och med minskar. I konjunkturbedgångar gäller det omvända att inkomsterna växer långsamt eller minskar samtidigt som utgifterna ökar. Att inkomster och utgifter inte går hand i hand förstärker svängningarna i nettolånebehovet.

Blickar man tillbaka ända till 1950 har statsskulden ökat kraftigt under två perioder. Från 1976 till 1985 ökade statsskulden från 22 procent till 65 procent som andel av BNP. Efter några år med sjunkande statsskuld ökade sedan statsskulden igen från 43 procent 1990 till 77 procent av BNP 1995. Efter 1996 har statsskulden som andel av BNP successivt minskat till cirka 32 procent 2011; se diagram 1.

Efter krisen i början 90-talet fattades beslut som innebar att det finanspolitiska ramverket i Sverige stärktes. Bland annat infördes ett utgiftstak i statsbudgeten och ett över-skottsmål för hela den offentliga sektorn.

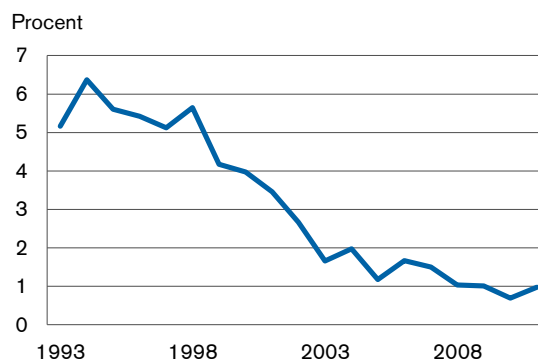
DIAGRAM 1 STATSSKULDEN I KRONOR OCH SOM ANDEL AV BNP 1960–2011



Källa: Riksgälden

Utgiftstaket har inte överskridits något år och överskottsmålet har också uppfyllts sett utifrån de indikatorer som regeringen använder för att följa upp överskottsmålet. Det är tveklöst så att det finanspolitiska ramverket har fungerat väl och bidragit till starkare och stabilare statsfinanser. Det höga förtroendet för de svenska statsfinanserna bidrar även till att hålla nere statens upplåningskostnader.

DIAGRAM 2 RÄNTEBETALNINGAR PÅ STATSSKULDEN SOM ANDEL AV BNP, 1993–2011



Källa: Riksgälden

Införandet av inflationsmål för Riksbanken och en flytande växelkurs har haft positiva effekter för den svenska ekonomin som helhet, vilket indirekt haft en stabiliserande effekt även på statsfinanserna. Vartefter trovärdigheten ökat för inflationsmålet har det bidragit till väsentligt lägre marknadsräntor. Det finanspolitiska ramverket och den refor-

merade penningpolitiken har därmed bidragit till att räntebetalningarna på statsskulden som andel av BNP har minskat över tiden; se diagram 2 ovan.

### 1.3 Osäkerhetsfaktorer och risker i den framtida utvecklingen

Det finns en rad osäkerhetsfaktorer som försvårar bedömningen av den statsfinansiella utvecklingen under de närmaste åren. Nedan diskuteras några av dessa faktorer.

#### *Ekonomisk tillväxt*

En stor osäkerhetsfaktor för statsfinanserna på både medellång och lång sikt är den globala makroekonomiska utvecklingen. Det beror på att Sverige är en liten öppen ekonomi med stor exportsektor. På kort sikt finns det en eftersläpning innan tillväxten i omvärlden får verkan på svenska statsfinanser, men på några års sikt är effekten betydande. Tillväxten i svensk ekonomi påverkar viktiga skattebaser som exempelvis konsumtion och löner. Utgifterna är också konjunkturberoende även om känsligheten har minskat eftersom regelverket för olika ersättningssystem har stramats åt. Dessutom är statsbudgeten utformad på så vis att utgifterna normalt sett växer långsammare än inkomsterna i frånvaro av nya politiska beslut. Det beror på att många anslag är kopplade till prisutvecklingen snarare än inkomst-utvecklingen, alternativt uttrycks i nominella belopp.

#### *Demografi*

En successivt äldre befolkning innebär en finansiell påfrestning framför allt för den samlade offentliga sektorn. De ökade kostnaderna faller främst på kommuner och landsting samt ålderspensionssystemet. Sannolikt kommer även en del av kostnaderna att bäras av staten. Enligt vår bedömning blir det dock ingen nämnvärd påverkan fram till 2016.

#### *Finanspolitik*

Regler för skattesystem och utgifter kan ändras och de offentligfinansiella effekterna av sådana förändringar är i regel svårbedömda. Det innebär en osäkerhet framförallt på medellång sikt, eftersom det tar tid att implementera nya förslag. På lång sikt är osäkerheten sannolikt mindre, då en ekonomisk politik som leder till för stora över- eller underskott skapar ett politiskt tryck att balansera budgeten.

#### *Större oförutsedda händelser*

Större mer eller mindre oförutsedda händelser tenderar att påverka och förstärka förändringar i nettolånebehovet såväl i konjunkturuppgångar som i konjunkturedgångar. Under senare år har det bland annat förekommit försäljningar av statliga tillgångar och utlåning till Riksbanken för att stärka valutareserven. Båda dessa typer av transaktioner påverkar nettolånebehovet och statsskulden. Däremot påverkas inte det finansiella sparandet eftersom statens förmögenhetsställning är oförändrad. I det ena fallet växlar

staten aktier mot kontanter och i det andra fallet har staten en fordran på exakt samma belopp som lånet.

Andra effekter som flitigt diskuteras är eventuella nedgångar i tillgångspriser som dels kan ge reala effekter på ekonomin, dels effekter på det finansiella systemet. Det har drabbat många länder i vår omvärld, precis som det påverkade Sverige under 90-talskrisen. Den pågående krisen har dock ännu så länge haft begränsad inverkan på statsfinanserna i Sverige.

#### *Minskade risker med det finanspolitiska ramverket*

Det finanspolitiska ramverket, som redan diskuterats ovan, har gett stabilare statsfinanser och därmed minskad risk jämfört med hur det var för 20 år sedan.

Räntebetalningar är en post i statsbudgeten som inte går att påverka nämnvärt med politiska beslut annat än indirekt. Räntebetalningarna på statsskulden har tack vare en lägre statsskuld och lägre marknadsräntor, som delvis kan förklaras med att det finns ett trovärdigt inflationsmål, inneburet att räntebetalningar inte längre är någon betungande post i statsbudgeten. Statsskulden i sig innebär därmed mindre risk jämfört med hur det var för 20 år sedan.

### 1.4 Riksgälden och andra officiella prognosmakare

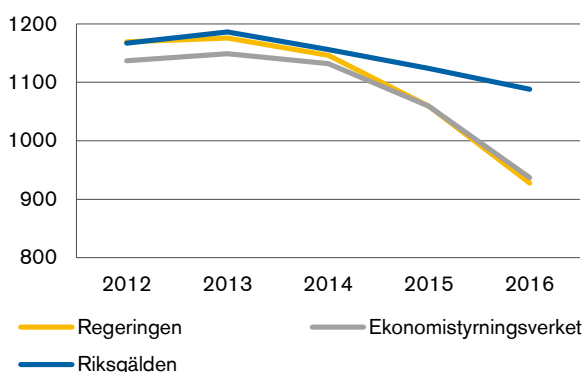
Det finns flera officiella bedömare som gör prognoser på offentliga finanser. Bland dem återfinns regeringen, Ekonomistyrningsverket och Riksgälden. Syftet med prognoserna och metoderna för dem skiljer sig till viss del åt liksom avgränsningen vad myndigheterna gör prognos på.

Riksgälden gör endast prognos på statens nettolånebehov och statens finansiella sparande. Övriga myndigheter gör prognoser på hela offentliga sektorn. Riksgälden gör bedömningar om framtida finanspolitiska förändringar som påverkar nettolånebehovet och det finansiella sparandet. Alla utom ESV gör bedömningar på försäljningar av statliga tillgångar där beslut ännu inte fattats. Regeringen och ESV baserar sina beräkningar på inkomster och utgifter i statsbudgeten. Riksgälden har en kassaflödesbaserad modell som bygger på myndigheternas faktiska betalningar. Riksgälden har den kortaste prognoshorisonten och Regeringen och ESV den längsta; se tabell 1 nedan.

### 1.5 Statsskuldens utveckling fram till 2016

Här redovisas beräkningar för den okonsoliderade statsskuldens utveckling enligt regeringens, ESV:s och Riksgäldens prognos för åren 2012-2016. Bedömningarna är osäkra, särskilt mot bakgrund av den senaste tidens finansiella oro.

DIAGRAM 3 OKONSOLIDERAD STATSSKULD VID ÅRETS SLUT  
Miljarder kronor



Riksgälden har som framgår av föregående avsnitt inte några prognoser på nettolånebehovet ända till 2016. Vi har därför skattat nettolånebehovet utifrån en grov bedömning av att överskottsmålet för den offentliga sektorn uppfylls under de närmaste åren.

Prognosen för Riksgälden är senast publicerade prognos i statsupplåningsrapporten för åren 2012 och 2013. För 2014 till 2016 har vi konstruerat en förenklad teknisk beräkning där vi utgår från att regeringen uppfyller överskottsmålet för den offentliga sektorn.

Därmed räknar vi med att det finansiella sparandet i den samlade offentliga sektorn kommer att uppgå till 1 procent per år under perioden 2014-2016. Utifrån det samlade offentliga sparandet räknar vi fram statens finansiella sparande och nettolånebehov residualt. I beräkningen har vi antagit att sparandet i kommunsektorn kommer att vara svagt negativt och sparandet i pensionssystemet svagt positivt. Detta ska inte betraktas som någon ny skarp prognos från Riksgälden.

Regeringens prognos är hämtad från Budgetpropositionen för 2013 och Ekonomistyrningsverkets prognos från deras senaste rapport i september 2012.

Beräkningarna visar på ett spann för statsskulden i slutet av 2016 på mellan 900 miljarder kronor och knappt 1 200 miljarder kronor. Gemensamt för alla prognosmakare är att de förväntar sig en svag konjunkturutveckling under 2012 framförallt mot bakgrund av den finansiella oron i omvärlden. Osäkerheten om den framtida ekonomiska utvecklingen bedöms nu vara större än tidigare. Alla prognosmakare räknar dock med att konjunkturen tar fart igen 2013, även om uppfattningen om styrkan i återhämtningen varierar mellan myndigheterna. Om skuldkrisen fördjupas och blir mer allvarig finns det en uppenbar risk att statsfinanserna försämras och lånebehovet ökar i förhållande till de prognoser som nu föreligger.

Tabell 1 PROGNOSE PÅ OFFENTLIGA FINANSER

	Regeringen	ESV	Riksgälden
Avgränsning	hela offentliga sektorn	hela offentliga sektorn	endast staten
Egen makrobedömning	ja	ja	ja
Väger in ny finanspolitik	nej	nej	ja
Försäljningar	ja	nej	ja
Grunddata	inkomster/ utgifter	inkomster/utgifter	kassaflöden
Prognoshorisont	4-5 år	4-5 år	1,25-2,25 år

# Förslag till riktlinjer 2013–2016

*Vi ger här vårt förslag till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen under 2013–2016. För åren 2014 till och med 2016 avser förslaget preliminära riktlinjer. I de fall vi föreslår ändringar i riktlinjerna anges den nuvarande lydelsen i vänster spalt och förslag till ny lydelse i den högra. I syfte att skapa en överblick över de beslut som styr statsskuldsförvaltningen har också relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) samt förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret tagits med.*

## Statsskuldsförvaltningens mål

1. Statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Budgetlagen (2011:203).

## Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen (2011:203). Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
3. Riksgälden får enligt budgetlagen (2011:203) ta upp lån till staten för att:
  1. finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
  2. tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
  3. amortera, lösa in och köpa upp statslån,
  4. i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och
  5. tillgodose Riksbankens behov av valutareserv.

## Riktlinjeprocessen

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgälden till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldens förslag. Budgetlagen (2011:203).
6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Budgetlagen (2011:203).
7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgälden till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen. Budgetlagen (2011:203).
9. Riksgälden ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
10. Riksgälden ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse avvikelsetidintervall för de av regeringen beslutade löptidsriktvärdena för de enskilda skuldslagen, fördelning av riskmandatet, valutafördelningen i valutariktmärket samt principer för marknads- och skuldvard.

## Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

11. Andelen *real kronskuld* ska långsiktigt vara 25 procent av statsskulden.
12. Andelen *valutaskuld* ska vara 15 procent av statsskulden.

Styrintervallet kring riktvärdet ska vara  $\pm 2$  procentenheter.

Om valutaandelen hamnar utanför styrintervallet ska andelen valutaskuld återföras mot riktvärdet eller innanför intervallet om avvikelser beror på valutakursrörelser.

13. Riksgälden ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor

14. Utöver real kronsskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av *nominell skuld i kronor*

#### Statsskuldens löptid

15. Den nominella kronsskuldens löptid för löptider till och med tolv år ska vara mellan 2,7 och 3,2 år.

16. För löptider över tolv år ska riktvärdet för utestående volym vara 60 miljarder kronor

17. Den reala kronsskuldens löptid ska vara mellan 7 och 10 år.

18. Valutaskuldens löptid ska vara 0,125 år.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

19. Riksgälden ska besluta om avvikelsetintervall för löptiderna.

19. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15, 17 respektive 18.

#### Kostnad och risk

20. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.

21. Det överordnade *kostnadsmålet* ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.

22. Det överordnade *riskmålet* ska vara den genomsnittliga emissionsränterisken.

Ny riktlinje

Föreslagen lydelse

23.

23. Riksgälden ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden.

24. Skuldslagens *andelar* av statsskulden ska beräknas med ett mått som beaktar samtliga kassaflöden i statsskulden, det vill säga även framtida kupongbetalningar och förväntad inflationskompensation.

25. *Löptiden* ska mätas med genomsnittlig räntebindningstid där samtliga kassaflöden inklusive förväntad inflationskompensation ingår. Kassaflöden ska inte diskonteras.

26. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.

27. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

#### Marknads- och skuldvard

28. Riksgälden ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.

29. Riksgälden ska besluta om principer för marknads- och skuldvard.

#### Positionstagande

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

30. Riksgälden får ta positioner i *utländsk valuta* och *kronans valutakurs*.

30. Riksgälden får ta positioner i *utländsk valuta* och *kronans valutakurs*.

Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument.

Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument.

Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.

Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.

Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk och inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.

Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk och inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.

Positioner kan vara strategiska (långsiktiga) eller operativa (löpande).

Positioner kan vara strategiska (långsiktiga) eller operativa (löpande).

*Positioner får bara tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen.*



31. Positioner i *utländsk valuta* begränsas till 450 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.  
Riksgälden ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den operativa förvaltningen.
32. *Strategiska positioner i kronans valutakurs* begränsas till maximalt 15 miljarder kronor och ska byggas upp och avvecklas gradvis samt annonseras i förväg.
33. Operativa positioner i kronor mot andra valutor i samband med växlingar mellan kronor och andra valutor får tas i begränsad omfattning. Riksgälden ska ange högsta tillåtna omfattning.

#### Upplåning på privatmarknaden

34. Riksgälden ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.

#### Lån för att tillgodose behovet av statslån

Nuvarande lydelse:

Föreslagen lydelse:

- |  |  |
|--|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>35. Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion.</li> </ol> | <ol style="list-style-type: none"> <li>35. Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån <i>enligt 5 kap 1§ budgetlagen (2011:203)</i> får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion.</li> </ol> |
|--|--|

Riksgälden får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.

36. Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut.

#### Medelsförvaltning m.m.

37. Myndigheten ska placera sina medel, i den utsträckning de inte behöver användas till utbetalningar, på konto i Riksbanken, en bank eller ett kreditmarknadsföretag eller i statspapper eller andra skuldförbindelser med låg kreditrisk. Placeringar får ske i utlandet och i utländsk valuta. Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
38. Riksgälden ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto. Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
39. Hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

#### Samråd och samverkan

40. Riksgälden ska samråda med Riksbanken i frågor om de delar av upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
41. Riksgälden ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
42. Riksgälden bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån enligt lagen (1998:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.

#### Utvärdering

43. Utvärdering av förvaltningen av statsskulden ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått.
44. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bland annat avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.
45. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.
46. För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.
47. Strategiska och operativa positioner inom givet riskmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

# Motivering till föreslagna ändringar

I detta avsnitt beskriver vi bakgrunden till att vi föreslår ändringar i riktlinjerna. Riksgälden föreslår att komplettera riktlinjerna på två områden. Det första rör ramarna för positionstagning och det andra gäller hantering av refinansieringsrisker. Därutöver föreslår vi i några fall ändrade lydelse för att förtydliga vad styrningen avser.

## 1 Positionstagande

I riktlinjerna som rör positionstagande föreslår vi följande tillägg:

"Positioner får bara tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt utgör en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen."

Syftet med tillägget är att kodifiera nuvarande praxis som Riksgäldens styrelse beslutat om när det gäller vilka marknader som det är tillåtet att ta positioner i. Vilka marknader det i praktiken blir frågan om bör även framöver beslutas av styrelsen eftersom förutsättningarna av naturliga skäl varierar över tiden.

I nästa kapitel redogör vi för hur vi ser på positionernas roll i skuldförvaltningen i stort. Här förs också en mer utförlig diskussion kring avgränsningen när det gäller marknader för positioner. Se avsnitt *Aktiv skuldförvaltning och positionstagande* på sidan 20.

## 2 Refinansieringsrisker

Vi föreslår att riktlinjerna kompletteras med följande punkt under rubriken *Kostnad och risk*.

"Riksgälden ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden."

På regeringens uppdrag har vi tittat på hur riktlinjerna bör utformas för att i större utsträckning hantera refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden. Av tydlighets-skäl är det befogat att refinansieringsrisker tas upp explicit i riktlinjerna. Enligt vår bedömning vore det emellertid olämpligt att införa någon form av kvantitativt styrmått för att begränsa refinansieringsrisker. En sådan styrning riskerar att medföra onödiga operativa begränsningar och högre kostnader.

Därför föreslår vi att refinansieringsrisker hanteras i kvalitativa termer. Det blir sedan Riksgäldens uppdrag att i utvärderingen av verksamheten redogöra för hur vi har tagit hänsyn till refinansieringsriskerna i förvaltningen.

Uppdraget redovisas i nästa kapitel under *Styrning av refinansieringsrisker* på sidan 17.

## 3 Ny lydelse för statsskuldens löptid

Riksgälden föreslår att ändra lydelsen i riktlinjerna under punkt 19 för statsskuldens löptid till följande.

"Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15, 17 respektive 18."

De riktvärden som anges för löptiden i de olika skuldslagen avser löptiden under en längre period. Den faktiska löptiden för enskilda dagar, veckor, månader och kvartal kan avvika från riktvärdena. Löptiden i statsskulden, särskilt för den nominella skulden, beror i hög grad på statens kassamässiga ställning. Under de dagar och månader då lånebehovet är särskilt stort tenderar löptiden att förkortas eftersom staten då behöver låna större belopp med kort löptid. Under perioder med överskott tenderar löptiden att i stället förlängas. Det finns ingen anledning, om det ens är möjligt, att försöka parera detta med exempelvis derivatransaktioner. Löptidsmålet syftar till att styra statsskuldens löptid rensat för variationer i upplåningen inom ramen för likviditetsförvaltningen. Styrningen bör därför avse en period som är åtminstone ett år eller längre.

Prognosavvikelse kan också medföra att löptiden avviker från riktvärdet under en period. Riktvärdet för löptiden ska då vara styrande för den framåtblickande låneplaneringen så att löptiden återförs till riktvärdet. Hur snabbt detta kan ske är beroende av både avvikelsestörrelsen och kostnaderna för anpassningen. Det är därför inte lämpligt att ange en precis period under vilken löptidsmålet ska vara uppfyllt. I det årliga underlaget som Riksgälden delger regeringen rapporteras hur löptidsmålet har uppfyllts.

Den nuvarande lydelsen under punkt 19, att styrelsen ska besluta om tillåtna avvikelseintervall, ersätts med den nya lydelsen. Styrelsen kan naturligtvis alltid, om den så vill, besluta om tillåtna avvikelser. Det är dock inte givet att det i förväg går att fastställa tak för tillåtna avvikelser eftersom storleken på sådana avvikelser är beroende av yttre faktorer som kassamässiga underskott eller överskott som är svåra att styra över och som heller inte medför några egentliga eller problematiska löptidsexponeringar.

## 4 Ny lydelse för behovet av statslån

Vi föreslår även att förtydliga punkt 35 om lån för att tillgodose behovet av statslån så att det framgår att detta syftar på behovet enligt budgetlagen 5 kap 1 §.

# Analyser och utrednings svar

Här svarar vi på de utredningsuppdrag som vi har fått av regeringen. Först lämnar vi en slutrapport av scenarioanalysen, vars första del redovisades i förra årets riktlinjeförslag. Därefter lämnar vi svar på det utredningsuppdrag vi fick i förra årets riktlinjebeslut om hur refinansieringsrisker i större utsträckning kan beaktas i förvaltningen. Slutligen redovisar vi ett utredningsuppdrag som rör mandatet för positionstagande inom statsskuld förvaltningen.

## 1 Uppdragen

Regeringen gav 2010 Riksgälden i uppdrag att med utgångspunkt från en betydligt högre respektive lägre statsskuld analysera hur stora andelarna av de olika skuldslagen bör vara samt analysera hur löptiden bör hanteras i dessa fall.

I förra årets riktlinjeförslag redovisade Riksgälden en kvalitativ analys med avsikten att i årets riktlinjeförslag slutföra analysen med kompletterande kvantitativ analys vad gäller statsskuldens andelar och löptid. Årets slutrapportering av scenarioanalysen innefattar en förnyad analys av framför allt valutaskuldens andel. Den analysen presenteras i avsnitt 3. Därefter kommenterar vi realandelen och löptiden i avsnitt 4. I och med denna rapportering är scenarioanalysen slutförd.

I samband med riktlinjebeslutet förra året gav regeringen Riksgälden i uppdrag att se över hur riktlinjerna i större utsträckning kan beakta refinansieringsrisker i förvaltningen. Detta avsåg såväl styrning som i sak, det vill säga hur refinansieringsrisker kan begränsas. Vi redovisar utredningen av denna fråga i avsnitt 5.

I april i år gav regeringen Riksgälden i uppdrag att utreda hur mandatet för positionstagande kan begränsas på ett sådant sätt att möjligheten att ta positioner utan direkt koppling till valutaskulden stängs. Vidare fick vi i uppdrag att redovisa hur positionstagande kan motiveras och analyseras som en integrerad del i skuldförvaltningen. Utredningen av det här uppdraget redovisar vi i avsnitt 6.

## 2 Fördjupad andelsanalys

Frågan om hur stora andelarna i de olika skuldslagen bör vara så att vi når målet att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk är komplex. När vi bestämmer andelarna behöver vi ta hänsyn till kostnadsaspekter och diversifieringseffekter. För att begränsa riskerna i förvaltningen, och därmed de långsiktiga kostnaderna, måste vi också se till att nå en bred investerarbaserad och att upprätthålla likviditet i den inhemska statspappersmarknaden. Vi behöver också upprätthålla viss finansiering i utlandet för att nå en bredare marknad.

I riktlinjerna regleras dock inte hur finansieringen ska ske utan vilken exponering som statsskulden ska ha mot olika risker. Exponeringen uttrycks i termer av andelar av de olika skuldslagen samt vilken löptid skulden ska ha. När vi i texten skriver om andelar så är det alltså exponeringen som beskrivs. Hur vi sedan skapar exponeringen, genom upplåning i olika skuldslag eller via derivat, regleras däremot inte i riktlinjerna. Eftersom vi har en omfattande derivatportfölj är det stor skillnad mellan exponeringen och den underliggande finansieringen. Det gäller inte minst valutaskuldens andel där en stor del av finansieringen sker i kronor som sedan översätts till exponering i utländsk valuta via derivat.

Marknadsförutsättningarna varierar över tiden och under perioder kan det vara mer eller mindre förmånligt att låna i de olika skuldslagen. För närvarande finns exempelvis en strukturell efterfrågan i marknaden för basswappar vilket gör att det är billigt att skapa exponering i utländsk valuta och dyrt att valutasäkra obligationsupplåning i utländsk valuta.

I den kvantitativa analys vi redovisar i år har vi tills vidare bortsett från sådana eventuella kostnadsfördelar och fokuserat på diversifieringsaspekten. Vår utgångspunkt i analysen av andelarna har därmed varit att hitta de andelar i de olika skuldslagen som minimerar risken i portföljen i termer av kostnadsvariation. Det har vi gjort genom att på ett mer konsekvent och välgrundat sätt än tidigare beräkna kostnad och risk för de olika skuldslagen och tillämpa det kostnads måttet på historiska data.

Teoretiskt sett är de optimala andelarna oberoende av skuldens storlek. Det finns emellertid praktiska begränsningar som påverkar vilka andelar som är möjliga att uppnå beroende på hur stor skulden är. När det gäller löptiden finns det däremot en koppling till statsskuldens storlek eftersom valet av löptid innebär en avvägning mellan kostnad och risk. Även här får de praktiska begränsningarna styra i vilken utsträckning löptiden bör anpassas till statsskuldens storlek. Hur statsskuldens storlek påverkar våra möjligheter att i praktiken upprätthålla andelar och löptider diskuterades i förra årets riktlinjeförslag.

I årets analys har vi fokuserat på hur andelen valutaskuld påverkar kostnadsvariationen i portföljen. Eftersom valutaskulden i stor utsträckning skapas via derivat har vi

stora möjligheter att uppnå den exponering vi önskar. När det gäller realskulden behöver vi ta helt andra hänsyn för att säkerställa en fungerande marknad. En analys av hur stor realandelen teoretiskt sett ska vara för att minimera kostnadsvariationen blir därmed mindre relevant.

Prioriteringen av valutaskuldens andel i analysen beror också delvis på att samma analys utifrån historiska data inte är möjlig att göra för realskulden. Det saknas tillräckligt långa tidsserier för realräntorna.

Analysen av valutaandelen presenteras i avsnitt 3 medan realandelen och löptiden kommenteras i avsnitt 4. Innan vi redovisar det arbetet följer här en kort sammanfattning av förra årets analys.

## 2.1 Sammanfattning av förra årets analys

I riktlinjeförslaget för 2012 presenterade vi en kvalitativ analys av hur andelar och löptider skulle hanteras om skulden vore betydligt större eller betydligt mindre. Här redogör vi kort för den analysen och har delat upp genomgången i tre delar: realskuldens andel, valutaskuldens andel och löptiden. För en utförligare diskussion hänvisar vi till förra årets riktlinjeförslag.

### *Realskuldens andel*

Upplåning i realobligationer kan bidra till att minska risken i statsskulden. Förutom att kostnadsvariationen kan minskas med realexponering bidrar realupplåning till att avlasta marknaden för statsobligationer och statsskuldväxlar om statsskulden är stor. Genom att sprida utbudet på flera skuldslag i ett sådant läge minskar risken för att räntan i ett enskilt skuldslag drivs upp.

För att realskulden ska kunna bidra till detta måste likviditeten på realmarknaden vara tillräckligt god. Annars riskerar staten att få betala en likviditetspremie som överstiger den potentiella kostnadsbesparingen. För att likviditeten från investerarnas utgångspunkt ska vara acceptabel får inte skuldstocken vara för liten.

I ett scenario där statsskulden blir så liten att likviditeten på realmarknaden inte längre går att upprätthålla skulle vi prioritera nominella statsobligationer, som utgör grunden för statsskuldens finansiering. Sannolikt skulle realandelen i ett sådant scenario få minska i samband med att lån förfaller.

Om statsskulden skulle bli betydligt större blir det, åtminstone om skulden växer snabbt, svårt att upprätthålla nuvarande realandel. Realobligationer hålls av en betydligt snävare krets av investerare och deras vilja och förmåga att snabbt öka sina innehav är begränsad.

### *Valutaskuldens andel*

Att ha möjligheten att låna i utländsk valuta är viktigt för att sänka finansieringsrisken. Valutalån är det låneinstrument där vi har störst möjlighet att låna stora belopp på kort tid.

Om lånebehovet ökar drastiskt kan det även på något längre sikt vara värdefullt att avlasta den inhemska marknaden genom upplåning i utländsk valuta eftersom det stora lånebehovet annars skulle pressa upp kronräntorna.

För att garantera att staten alltid har effektiv åtkomst till den internationella kapitalmarknaden är det nödvändigt att en infrastruktur för upplåningen är etablerad. Infrastrukturen omfattar många delar: kunskap i form av humankapital, rutiner och system, tillgång till marknader och köpare av statspapper (investerarbas), legala förutsättningar med till exempel nödvändiga avtal och återförsäljare.

Därför kan det vara motiverat att regelbundet ha en viss upplåning i utländsk valuta. På så vis säkerställer vi att nödvändiga förutsättningar alltid finns på plats.

Argumenten ovan är motiv för att ha en viss *finansiering* direkt i utländsk valuta. Det motiverar dock inte i sig att staten bör ha kvar *exponeringen* i utländsk valuta. Det är exponeringen som regleras i riktlinjerna, eftersom det är den som avgör vilka (direkta) kostnader och risker staten tar på sig. Det är också tekniskt möjligt att med hjälp av derivat ta bort den exponering som finansieringen medför. Huruvida det också är lämpligt är en annan fråga, som i sig bör bedömas utifrån effekten på kostnad och risk. Vilken valutaexponering som är lämplig har vi gjort en förnyad analys av i år; se vidare nedan.

Om skulden är liten eller snabbt minskande blir det nödvändigt att, liksom i dag, prioritera upplåning i statsobligationer. Den valutaexponering vi vill ha kan vi åstadkomma med derivat. För närvarande är det ändå inget problem att upprätthålla investerarbasen och den interna infrastrukturen i och med att vi lånar direkt i utländsk valuta för vidareutlåningen till Riksbankens valutareserv.

Vid en betydligt större skuld, och särskilt om den skulle öka snabbt, kan det bli ändamålsenligt att låta valutaandelen stiga på grund av att en stor del behöver finansieras med valutaupplåning. Vilken valutaandel som då är möjlig eller önskvärd blir en avvägning mellan vad det kostar att göra om exponeringen till svenska kronor och vilken ökad risk den högre valutaandelen medför.

### *Löptiden*

I huvudsak är det genom valet av löptid som regeringen bestämmer över balansen mellan förväntad kostnad och risk. Med en kort löptid blir den förväntade kostnaden lägre, eftersom korta räntor normalt i genomsnitt är lägre än långa räntor sett över långa perioder. Samtidigt är en kort löptid förknippad med en högre risk eftersom skuldens kostnad kommer att variera inom ett bredare intervall då skulden ränteomsätts oftare.

När vi analyserar vilken löptid skulden bör ha antar vi att staten är riskavert när det gäller kostnaderna för statsskulden. Det betyder att staten är beredd att ta på sig en

högre förväntad kostnad om det samtidigt innebär att risken minskar. Hur mycket staten är beredd att betala för att minska risken är beroende på bland annat det statsfinansiella läget. Om lånebehovet är lågt och statsskulden liten, spelar tillfälligt ökade skuldkostnader liten roll. Staten har då utrymme att se mer långsiktigt på skuldens kostnader. Detta synsätt leder till att staten bör vara beredd att ta en större risk, det vill säga ha en kortare löptid, ju mindre skulden är. Det omvända förhållandet råder om lånebehovet är högt och skulden stor. Då är värdet av att undvika oväntat höga kostnader större och löptiden bör därför vara längre.

Det bör dock understrykas att om vi skulle göra en annan bedömning av den förväntade kostnadsbesparingen och riskerna med att låna kort, dvs. hur vi ser på avkastningskurvans lutning och variationer över tiden, så skulle resultatet kunna ändras.

Valet av löptid beror även på de praktiska restriktioner som finns på grund av marknadsförutsättningarna. Vi går inte igenom det här utan hänvisar till förra årets riktlinjeförslag.

### 3 Analys av valutaandelen

Som bakgrund sammanfattar vi de analyser som tidigare har gjorts och ligger till grund för att riktvärdet för valutaandelen i dag är 15 procent. Därefter beskriver vi det nya kostnadsmåttet samt hur motsvarande riskmått definieras. Vi beskriver sedan hur det nya kostnadsmåttet skiljer sig från tidigare synsätt. Slutligen presenterar vi resultatet av årets analys och diskuterar utifrån olika aspekter vilken möjlighet vi har att dra slutsatser.

#### 3.1 Tidigare analyser och slutsatser

Under krisen i början av 1990-talet ökade valutaskulden kraftigt på grund av kronförsvaret och finansieringen av det stora budgetunderskottet. När Riksgälden lämnade det första riktlinjeförslaget inför 1999 var valutaandelen cirka 30 procent av statsskulden. I riktlinjeförslaget analyserades valutaskuldens andel kvalitativt. Argumenten som lyftes fram, och som i huvudsak har gällt ända fram till i dag, kan sammanfattas i följande fem punkter:

- Det finns inga teoretiska skäl att tro på någon systematisk kostnadsmissig fördel med valutaskuld framför kronskuld (vid en löptidsmatchad jämförelse).
- Kostnadsvariationen för valutaupplåning är högre än för upplåning i svenska kronor på grund av variationen i växelkursen.
- En viss exponering i utländsk valuta kan minska risken i statsskulden genom diversifiering i betydelsen att beroendet av ränteläget i enskilda länder, inklusive Sverige, minskar.
- Valutaskuld är ett flexibelt instrument i den meningen att staten kan låna stora belopp på kort tid. En förutsättning för att det ska gälla är

dock att valutaskulden inte är för stor i utgångsläget.

- Det kan finnas anledning att alltid ha en viss upplåning i utländsk valuta för att säkra åtkomsten till den internationella kapitalmarknaden.

I det här första riktlinjeförslaget behövdes ingen åtskillnad göras mellan finansiering och exponering, eftersom begreppen i praktiken nästintill var synonyma då derivatportföljen var liten. Slutsatsen som vi drog för valutaskulden var att den borde minskas, men inte avvecklas helt på grund av den förmodade positiva diversifieringsegenkapen. Hur stor andelen borde vara analyserades inte.

Under flera år därefter amorterade Riksgälden på valutaskulden. Valutaandelen var så hög att mer detaljerade analyser av vad som var ett långsiktigt rimligt riktvärde kunde dröja. Under tiden utvecklade vi analysen av statsskuldens sammansättning stegvis i riktlinjeförslagen.

I riktlinjeförslaget inför 2001 analyserade vi valutaandelen kvantitativt, framför allt genom en egenutvecklad simuleringsmodell. Med hjälp av den analyserades olika strategiers långsiktiga kostnads- och riskegenskaper.

I strategierna varierade valutaandelen mellan 0 och 45 procent, i 15-procentssteg. Resultaten gav att en viss riskminskning erhöles med 15 procents valutaskuld. Resultatet berodde dock på kostnadsdefinitionen.

I kostnadsmåttet ingick endast valutakurseffekten på kupongbetalningarna och inte på manteln. Synsättet byggde på antagandet att valutaskulden inte skulle betalas tillbaka, det vill säga att skulden i princip var konstant i utländsk valuta. En notering vi gör i dag är att det implicerar att valutakurseffekten på manteln periodiseras över evig tid.

I riktlinjeförslaget konstaterade vi att det här var starka antaganden. Därför gjorde vi även simuleringar där vi tog hänsyn till marknadsvärdeförändringar. Resultaten indikerade att risken med valutalån då blev så stor att den lämpliga valutaandelen vore noll procent.

Att låta marknadsvärdena slå igenom fullt ut på kostnaden ansåg vi dock inte ge en realistisk bild av risken, eftersom det troligtvis aldrig skulle bli aktuellt att återköpa valutaskulden inom ramen för ett mycket kort tidsintervall. Vi bedömde därför att risken överskattades med detta synsätt.

Utifrån analysen kunde vi inte slå fast vilken valutaandel som kunde anses mest lämplig. Den sammantagna slutsatsen var att valutaexponering medför betydande risker och att vinsterna med diversifiering endast kan motivera en mer begränsad valutaexponering. Även med ett ur riskhänseende partiellt fokus på kupongkostnaderna var det svårt att rättfärdiga en större andel än 15 procent valutaskuld.

Ju större vikt som sedan lades på valutakurseffekterna på manteln, desto mindre borde valutaandelen vara.

Nästa gång som valutaskuldens andel var i fokus var i riktlinjeförslaget inför 2005. Regeringen hade året innan gett Riksgälden i uppdrag att återkomma med en fördjupad analys av valutaandelens storlek på lång sikt. Vi kompletterade då den tidigare analysen genom att utveckla en scenariomodell för att undersöka hur kostnaderna för statsskulden påverkas av olika krissituationer, exempelvis en valutakris där kronan försvagas kraftigt.

Slutsatsen var att staten, genom att minska valutaandelen från dåvarande 25 till 15 procent, kunde minska det omedelbara genomslaget på kostnaden av en kraftig kronförsvagning. Att minska valutaandelen var det bästa sättet att minska risken på i statsskuldsvärdningen med hänsyn till kostnaden.

Riksgäldens samlade bedömning utifrån tidigare analyser, kvalitativa och kvantitativa, ledde till att valutaandelen långsiktigt föreslogs vara kring 15 procent. Regeringen anslöt sig till den bedömningen. Målet på 15 procent valutaskuld har legat fast sedan dess.

I förra årets riktlinjeförslag utvecklade vi analysen av vad som krävs för att begränsa finansieringsrisken i ljuset av en minskande statsskuld. Slutsatsen var att det kan vara motiverat att ha en viss regelbunden upplåning i utländsk valuta för att säkerställa åtkomsten till den internationella kapitalmarknaden. Detta motiverar dock ingen exponering i utländsk valuta. Vad exponeringen bör vara har vi gjort en förnyad analys av i årets riktlinjearbete, byggd på ett reviderat kostnads- och riskmått.

### 3.2 Kostnads- och riskmått

Enligt riktlinjerna för statsskuldsvärdningen ska det överordnade kostnadsmåttet vara den genomsnittliga emissionsräntan. Det speglar den ränta som skulden i genomsnitt löper till. Det överordnade riskmålet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan. Det fångar risken för att kostnaden blir oväntat hög.

Riksgälden har tidigare saknat ett kostnadsmått som hanterar alla skuldslagen på ett konsekvent sätt. Framför allt har det varit svårt att definiera kostnaden för de skuldslag som har stokastiska kassaflöden. Det handlar om på vilket sätt förändringar i KPI-index och växelkursen ska påverka kostnaden för realskulden respektive valutaskulden.

För att på ett tillfredsställande sätt kunna analysera skuldens sammansättning är det viktigt att kostnad och risk är enhetligt definierade för alla skuldslag och instrument. Därför har vi i årets riktlinjearbete prioriterat att utveckla ett sådant kostnadsmått.

#### *Ett nytt kostnadsmått*

Grundläggande för det nya måttet är att det på ett konsekvent sätt åskådliggör den genomsnittliga emissionsräntan för hela skulden. Måttet bygger på att skulden värderas till upplupet anskaffningsvärde. Det innebär att skuldens storlek för ett enskilt lån är lika med likvidbeloppet, den summa (i kronor) vi får in när lånet tas upp, och att den sedan växer med emissionsräntan för att på förfallodagen vara värd det belopp som ska betalas tillbaka.

Kostnaden för en viss tidsperiod, uttryckt i kronor eller i procent, är förändringen i det upplupna anskaffningsvärdet under den perioden med beaktande av kassaflöden som skett.

I kostnadsmåttet ser vi varje kassaflöde som återbetalningen av en nollkupongare, och varje nollkupongare löper till sin emissionsränta. Skillnaden mellan likvidbeloppet och det utbetalade kassaflödet för varje nollkupongare periodiseras, det vill säga fördelas jämnt över nollkupongarens löptid. Det följer en grundläggande redovisningsprincip om att alla utgifter hänförs till den period då den underliggande resursen förbrukas. När vi betalar tillbaka lånet på förfallodagen är den underliggande resursen – i detta fall rätten att disponera det upplånade beloppet – förbrukad.

#### *Riskmått*

Risken definieras som variationen i den genomsnittliga emissionsräntan. Variationsmåttet ger en bild av risken för att kostnaden för en viss tidsperiod ska bli oväntat hög.

En viktig fråga att ta ställning till när risken mäts är vilken tidsperiod kostnaden ska räknas ut för. Det bestämmer vilken kostnadsvariation som vi fångar upp. Med ett längre tidsintervall försvinner kortsiktig kostnadsvariation. Frågan är om staten ska beakta risken att kostnaden blir oväntat hög på kort eller lång sikt.

Med tanke på att staten inte har någon exakt definierad syn på risk i statsskuldsvärdningen är det inte självklart vilken tidshorisont som är relevant. Rimligen ska inte en alltför kortsiktig kostnadsvariation spela roll, men om tidshorisonten i stället blir för lång kommer kostnaden att periodiseras över så lång tid att kostnadsvariationen försvinner.

Sanningen ligger rimligen någonstans mitt emellan. Sammantaget har vi bedömt att fem år är en rimlig tidshorisont. Det kan enklast motiveras med att regeringen angivit att det är den tidsperiod som ska användas i utvärderingen av statsskuldsvärdningen. Men mer principiella skäl finns också. För en stat, som definitionsmässigt har en mycket lång tidshorisont, borde årliga kostnadsvariationer normalt inte vara betydelsefulla. Det är också viktigt att tänka på att vi här rör oss med kostnader, inte betalningar. De kassamässiga riskerna kan nämligen i vissa lägen, exempelvis om skulden är mycket stor, behöva värderas i ett kortsiktigt perspektiv. Det är betalningarna som styr hur

mycket staten behöver låna för att klara räntebetalningarna på skulden.

I avsnitt 3.5 kommenterar vi hur det här valet påverkar resultatet av analysen.

### 3.3 Förändring från tidigare synsätt

Att definiera vad kostnad är för något så komplext som statsskulden är en svår men viktig uppgift. Det har visat sig i tidigare analyser att kostnadsdefinitionen är avgörande för slutsatsen angående skuldens sammansättning.

I årets arbete har vi tagit fram en metod för att räkna fram kostnaden, inklusive inflationskompensation i realskulden och växelkurseffekter i valutaskulden, på ett konsekvent sätt som gör att det går att jämföra alla skuldslag och instrument på likvärdig grund.

I det nya kostnadsmåttet ska alla kassaflöden inkluderas i kostnaden. Det betyder att växelkursens effekter på lånets mantel ska beaktas. Vi tar dock – precis som tidigare – inte hänsyn till marknadsvärdeförändringar till följd av att marknadsräntor och valutakurser förändras. Det är vad växelkursen är när ett kassaflöde betalas som påverkar kostnaden.

Det tidigare beslutet att inte ta med valutakurseffekten på manteln byggde på antagandet att valutaskulden inte skulle betalas tillbaka eller åtminstone att det vore orimligt att anta att den skulle betalas tillbaka omedelbart. Om kronkursen är trendåtervändande skulle valutakursvinster och valutakursförluster ta ut varandra på lång sikt och därför inte påverka kostnaden. Men vi övervägde aldrig att periodisera växelkurseffekterna över lånets löptid.

Med det nya kostnadsmåttet kommer resonemanget om kostnaden för valutaskulden att gå ihop med hur vi ser på ränteomsättningsrisken kopplat till en viss löptid. Vi räknar med att upplåning i korta löptider över tiden ger en lägre kostnad än upplåning i långa löptider, men till priset av större kostnadsvariation. Med det tidigare synsättet på valutarisk skulle på motsvarande sätt dessa variationer försvinna givet att korträntor också varierar kring ett någorlunda stabilt långsiktigt medelvärde.

Valutakurseffekten och inflationseffekten på alla kassaflöden hanteras enhetligt och periodiseras jämnt över varje kassaflödes löptid. För exempelvis ett femårigt valutalån kommer valutakurseffekten på manteln att spridas ut jämnt över fem år.

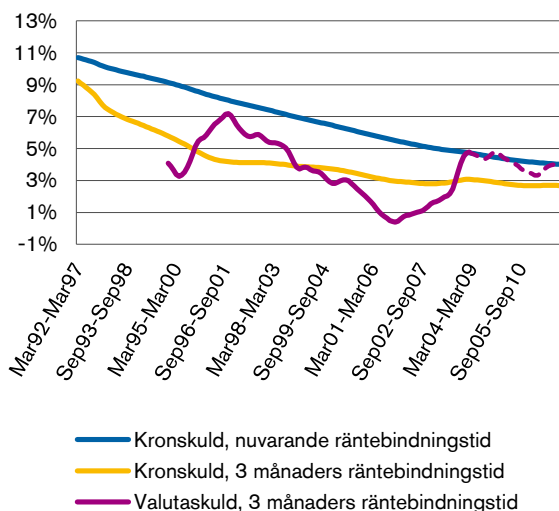
### 3.4 Resultat av analysen

Med utgångspunkt från det nya kostnadsmåttet har vi gjort en förnyad analys av valutaskuldens andel utifrån historiska data. Den visar att det inte har varit möjligt att minska risken (kostnadsvariationen) genom att ha en viss del av skulden exponerad i utländsk valuta.

Vi har räknat ut och studerat kostnaden för olika generiska portföljer utifrån historiska data från de senaste tjugo åren, det vill säga sedan kronan började flyta 1992. Portföljerna är konstruerade som steady state-portföljer, alltså portföljer med konstant sammansättning över tiden, där vi så väl som möjligt replikerar hur vi lånar och skapar exponering i verkligheten i kronor och i utländsk valuta.

I beräkningarna har vi utgått från att alternativet till valuta-exponering är exponering med tremånaders räntebindningstid i nominella kronräntor som åstadkoms med ränteswappar som har Stibor som räntebas. På så sätt behålls löptiden för den totala skuldportföljen oförändrad oavsett vilken valutaandel vi antar. Diagram 4 visar hur den femåriga kostnaden har utvecklats för tre olika portföljer under den historiska tidsperioden.

DIAGRAM 4 KOSTNADSSERIER



Portföljen "Kronskuld, nuvarande räntebindningstid" illustrerar kostnaden för att bara låna i svenska kronor där dagens valutaskuld på 15 procent har ersatts med tremånaders Stibor. Kostnadsvariationen är här nästan obefintlig. Anledningen är att vi skapar en stor del av portföljen genom att låna i tioåriga obligationer. Därför är det en relativt liten del av portföljen som ränteomsätts i varje period vilket ger en stabil kostnad över tiden.

Portföljen som heter "Kronskuld, 3 månaders räntebindningstid" motsvarar upplåning i enbart tremånaders Stibor. Den kan vara intressant att studera som jämförelse. Hade vi bara lånat i tremånaderslån hade kostnadsvariationen varit större, men den hade fortfarande varit liten. En hel del av kostnadsvariationen till följd av volatiliteten i korträntorna försvinner när vi studerar kostnaden över fem år. Att kostnaden under hela perioden varit lägre än för portföljen "Kronskuld, nuvarande räntebindningstid" avspeglar att tremånadersräntan i genomsnitt varit lägre än de långa räntorna.

Den sista portföljen, "Valutaskuld, 3 månaders räntebindningstid" visar kostnaden för enbart valutaskuld, där expo-

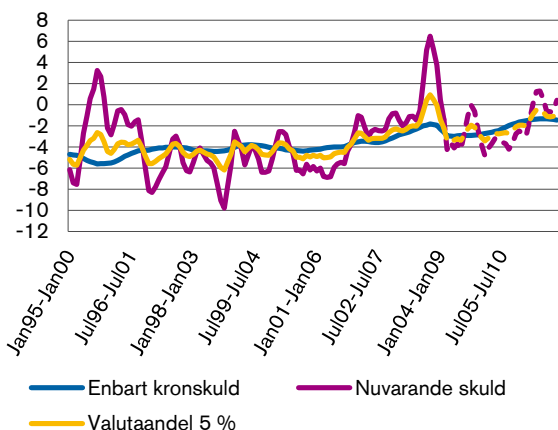
neringen har skapats med hälften terminer och hälften treåriga swappade lån. Detta är vår bästa approximation av hur vi gör i dag. När vi jämför "Kronskuld, 3 månaders räntebindningstid" med "Valutaskuld, 3 månaders räntebindningstid" är det tydligt att kostnadsvariationen är högre för den senare. Samtidigt går det här inte att urskilja någon tydlig kostnadsskillnad.

Värt att nämna är att det inte går att dra några fullständiga slutsatser om nivån på kostnaderna. Analysen är uppbyggd för att framförallt studera kostnadsvariationer.

För att bättre kunna studera variationen i kostnadsserierna behöver vi filtrera bort den trendmässiga kostnadsminskningen till följd av att räntor i både kronor och valuta har fallit över den aktuella tidsperioden. Vi har därför differentierat kostnadsserierna genom att räkna ut skillnaderna i absoluta tal för de femåriga kostnaderna från period till period. Sedan har vi studerat hur stor kostnadsvariationen har varit för tre portföljer med olika stor valutaandel; 0, 5 och 15 procent. Räntebindningstiden är densamma som i nuvarande skuld för alla tre portföljer. Resultatet ser vi i diagram 5.

DIAGRAM 5 KOSTNADSFÖRÄNDRINGAR

Baspunkter



Beräkningarna visar på nytt att kostnadsvariationen i kronskulden har varit mycket liten. Vi har inte kunnat sänka kostnadsvariationen ytterligare genom att ha exponering i utländsk valuta, inte ens med en andel på 5 procent. Svängningarna i kronkursen har gjort kostnaden för att låna i utländsk valuta så volatil, relativt den stabila kostnaden för kronskulden, att växelkurseffekterna överskuggar diversifieringseffekten av att låna i olika räntemarknader. Därmed uppnås ingen vinst i termer av minskad kostnadsvariation med en viss exponering i utländsk valuta.

### 3.5 Olika aspekter på analysen

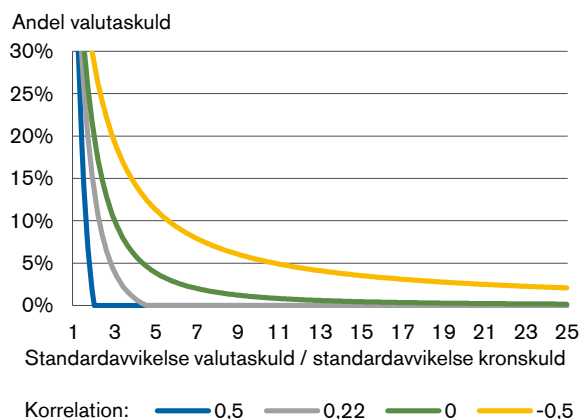
Analysen visar att givet historiska data har vi inte kunnat minska kostnadsvariationen genom att ha exponering i utländsk valuta. I det här avsnittet diskuterar vi möjligheten att utifrån den historiska analysen dra mer generella slutsatser om valutaandelen.

### Känslighetsanalys

För den period vi har studerat var standardavvikelsen 23 gånger så stor för valutaskulden som för kronskulden baserat på de differentierade kostnadsserierna i absoluta tal. Korrelationen mellan kostnaden för valutaskulden och kronskulden var 0,22. Givet historiska data skulle valutaskuldens andel för att minimera kostnadsvariationen ha varit i princip noll procent.

Standardavvikelseerna och korrelationen är dock inte stabila över tiden. Därför har vi studerat hur mycket de måste ändras i framtiden för att påverka slutsatsen. Vi har gjort en förenklad känslighetsanalys som gestaltas i diagram 6. I diagrammet ser vi vilken valutaandel som minimerar risken i skulden givet olika volatilitetsförhållanden och korrelationer. Volatilitetsförhållandet är uttryckt som en kvot på x-axeln och varje kurva motsvarar en viss korrelation.

DIAGRAM 6 KÄNSLIGHETSANALYS



Oavsett korrelationsantagande blir valutaandelen mindre än fem procent när volatilitetsfaktorn är så stor som 23 gånger. Sambandet mellan kostnaden för kronskulden och valutaskulden är komplext eftersom kostnaden räknas över fem år och beror på räntor och valutakurser från många olika tidpunkter periodiserade över olika långa löptider. Historiskt har korrelationen i genomsnitt varit positiv. Givet kostnadsdefinitionen är det inte troligt med en framtida korrelation som är negativ men inte heller starkt positiv.

Ett relativt historiken konservativt antagande är att kostnaderna är oberoende, det vill säga att korrelationen kommer att vara noll. För att valutaandelen då ska komma upp i en signifikant andel, säg fem procent, måste volatilitetsfaktorn vara en bit under 5. Jämfört med den historiska faktorn på 23 innebär det att volatiliteten i de svenska räntorna måste bli väldigt hög samtidigt som kronkursen blir väldigt stabil. Det är inget troligt scenario, eftersom volatila räntor snarare sammanfaller med en volatil växelkurs. Vi kan därför dra slutsatsen att resultatet av analysen är robust, även om analysen är gjord på historiska data.



### *Femårig eller årlig kostnadsvariation?*

Vi har mätt kostnadsvariationen utifrån femåriga kostnader. Väljer vi ett kortare tidsintervall, exempelvis årlig kostnadsvariation, ökar skillnaden i volatilitet mellan kronskuldens och valutaskuldens kostnader eftersom svängningarna i valutakursen får större genomslag. Slutsatsen av vår analys skulle därför inte påverkas.

Slutsatsen skulle heller inte ändras om vi räknade ut kostnadsvariationen för längre tidsperioder. I grunden beror det på att kostnadsvariationen i kronskulden är så liten. Det är svårt att minska den ytterligare.

### *Modellval*

Känslighetsanalysen, som gestaltas i diagram 6, visar att det krävs orimliga scenarier för att kostnadsvariationen i statsskulden ska kunna minskas genom att tillföra exponering i utländsk valuta. I grunden beror det på att kostnaden för valutaskulden varierar så pass mycket mer än kronskuldens kostnad.

I och med detta blir det tydligt att det inte går att minska kostnadsvariationen med valutaexponering. Därför behöver vi inte använda någon formell portföljmodell för att räkna fram andelen. Den valutaandel som minimerar kostnadsvariationen är nära noll procent.

### *Nominellt eller reallt synsätt?*

När vi definierar ett kostnadsmått för hela skulden måste det utgå från samma bas för alla instrument och skuldslag. Basen i våra beräkningar ovan är nominella svenska kronor. Indirekt blir därför måttstocken i beräkningarna nominella svenska kronor.

Svenska kronor är vår basvaluta, men det är inte självklart om vi ska ha ett reallt eller nominellt synsätt. Nominella kostnader passar ihop med redovisningen av statsbudgeten, men statsfinansiellt och samhällsekonomiskt kan ett vidare perspektiv vara relevant. Möjligheten att koncentrera analysen på de reala upplåningskostnaderna har också diskuterats vid flera tillfällen i tidigare riktlinjeförslag och -beslut.

Om vi skulle utgå från ett reallt synsätt i analysen skulle inte slutsatsen ändras vad gäller valutaandelen. Däremot skulle inflationsrisken överföras från realskulden till den nominella skulden. Riskskillnaden är dock inte så stor mellan nominell och real skuld eftersom skillnaden mellan break even-inflation och faktisk inflation sprids ut jämnt över realobligationernas typiskt sett långa löptider.

Men även om risken för nominell skuld var signifikant högre med ett reallt synsätt skulle vi få väga det mot andra risker. Sannolikt skulle finansieringsrisken väga tyngre och göra att skulden ändå till största del skulle bestå av statsobligationer, som är vår primära finansieringskälla.

### *ALM-analys*

Det nya måttet innebär en precisering av begreppet genomsnittlig emissionsränta, som regeringen beslutat ska vara det överordnade kostnads måttet. Måttet fångar statsskuldens direkta kostnader och hur mycket de kan tänkas variera över tiden. För fullständighetens skull bör det nämnas att i tidigare riktlinjediskussioner har även bredare riskbegrepp behandlats. Bland annat har vi varit inne på ansatser för att sätta in statsskuld förvaltningens kostnader i ett samlat statsfinansiellt sammanhang.

I sin mest långtgående form innebär det att risken i statsskulden ses i relation till tillgångarna i statens balansräkning. Enligt detta så kallade ALM-synsätt uppstår risk när värdet på tillgångar och skulder påverkas på olika sätt av tänkbara störningar. Även om det finns principiella skäl att se på risk på detta sätt har slutsatsen blivit att statens tillgångar (liksom dess åtaganden vid sidan av den formella statsskulden) är så komplexa att det är svårt att tillämpa ALM-synsättet i praktisk statsskuld förvaltning.

En mer praktiskt tillämpbar variant är att definiera risk som att statsskuldens kostnader ska försämra statsfinanserna i lägen där de redan är ansträngda. Detta synsätt kan kallas underskottsutjämning ("deficit smoothing"). En väl sammansatt skuld ska i detta perspektiv kunna antas ha låga kostnader när statsfinanserna är svaga och vice versa.

I många fall torde en ekonomisk nedgång, som får till följd att lånebehovet och statsskulden ökar, sammanfalla med en försvagning av kronkursen. Med en stor valutaskuld i utgångsläget ökar i så fall kostnaderna för valutaskulden, liksom valutaskuldens värde räknat i kronor, i ett läge där det är ovälkommet.

Däremot kan det uppstå lägen där det är lämpligt att öka valutaskulden under en avmattningsperiod. Om kronan är svag, ger valutalån ett större belopp i kronor. Om dessa lån betalas tillbaka när ekonomin, och därmed kronkursen, har återhämtat sig, kan staten göra besparingar. Resonemanget pekar på att staten ska ha beredskap att skaffa sig valutaskuld, men inte nödvändigtvis bör ha en fast andel valutaskuld, oberoende av det ekonomiska läget. Detta är en bakgrund till att vi har möjlighet att positionera oss för växelkursförändringar.

Studerar man nominell kronskuld i motsvarande läge finns det skäl som talar för att den kan bidra till att hålla nere skuld kostnaderna genom att de inhemska räntorna normalt går ner i en lågkonjunktur. Det gäller i första hand de korta räntorna. En lågkonjunktur gör normalt att inflationstrycket går ner, vilket ger centralbanken utrymme att sänka korträntorna. Genom kronupplåning kan staten på så sätt få lägre lånekostnader just i lägen där det behövs som bäst, förutsatt att lånebehovet inte är så stort att det innebär en påfrestning för den inhemska marknaden.

Snabbt växande underskott i en lågkonjunktur kan nämligen medföra en påfrestning för upplåningen i kronor med högre räntekostnader som följd. Genom att utnyttja möjligheten att ge ut obligationer i utländsk valuta kan upplåningen spridas så att pressen på den inhemska marknaden minskar. Om den upplåningen valutasäkras riskerar vi att förlora en del av vinsterna med att låna i utländsk valuta eftersom stora volymer i derivatmarknaden för kronor sannolikt skulle påverka prissättningen till vår nackdel. Vi skulle dessutom gå miste om vinsten av en eventuell appreciering av kronan när konjunkturen förbättras.

Låg inflation innebär även att kostnaderna för realskuld går ner. Den inflationskompensation som staten är skyldig att ge innehavarna av realobligationer växer således långsammare. Även om kostnader blir lägre och statsskulden växer långsammare, har realskuld en liten effekt på budgetsaldot i det korta perspektivet. Det beror på att huvuddelen av inflationskompensationen betalas ut när lånet förfaller och den tidpunkten kan ligga fler år framåt i tiden, utan koppling till det aktuella ekonomiska läget.

På basis av dessa kvalitativa resonemang kan vi alltså konstatera att en strävan att utjämna genomslaget på budgeten inte på något avgörande sätt påverkar analysen av hur stora andelar valuta- och realskuld vi bör ha.

### 3.6 Slutsatser

Vi konstaterar att kostnadsvariationen för kronskulden är mycket låg när vi mäter den på femårskostnader. Kostnadsvariationen är låg även för den nuvarande skulden med en valutaandel på 15 procent, men något högre än om statsskulden bara haft exponering i kronor. I tidigare analyser har vi bortsett från kostnadsvariationerna som uppstår när valutaskulden refinansieras. Med det nya kostnadsmåttet blir det tydligt att vi bör ta hänsyn till refinansieringseffekten vid beräkning av kostnaden. Då går det inte att belägga att valutaexponering minskar risken i termer av kostnadsvariation.

Även om kostnadsvariationerna är små med nuvarande valutaandel på 15 procent, finns det inga skäl att ha valutaexponering i statsskulden om vi bara tar hänsyn till diversifieringseffekter i termer av minskad kostnadsvariation. Därmed kan det finnas anledning att ompröva nuvarande riktlinjer om en valutaandel på 15 procent. En sådan omprövning måste dock också baseras på en djupare analys av kostnadsaspekterna som vi avser att genomföra till nästa års riktlinjeförslag.

Det finns även andra faktorer som talar för att avvakta med förändringar av riktlinjerna för valutaskulden som har att göra med den pågående utredningen om Riksbankens balansräkning. Regeringen har tillsatt en utredning med uppgift att analysera bland annat hur Riksbankens balansräkning bör struktureras (Dir. 2011:89). I uppdraget ingår frågor med anknytning till Riksgälden och hanteringen av valutaskulden.

En av dessa rör möjligheten att undvika att Riksbankens balansräkning – och därmed bankens kapitalbehov – ska påverkas av valutarisker. Som framgår av ett underlag som Riksbanken lämnat till utredningen kan det ske genom att Riksbanken ingår valutaterminsavtal med Riksgälden avseende den del av valutareserven som inte är finansierad med lån i utländsk valuta. Riksbankens valutareserv är opåverkad, men riskmässigt blir det som om hela valutareserven vore finansierad i utländsk valuta, inte som i dag när huvuddelen motsvaras av skuldposter uttryckta i kronor.

Om den idén genomförs, skulle Riksgälden via terminerna få valutatillgångar som i runda tal motsvarar den nuvarande valutaskulden. I nettotermer skulle alltså valutaskulden vara nära noll. Därmed skulle de valutarisker som nu belastar anslaget räntor på statsskulden också vara borta och detta utan att vi behöver dra ned på valutaexponeringen. Frågan om vår valutaexponering kommer därmed i ett nytt läge.

Utredningen om Riksbankens balansräkning beräknas vara klar omkring årsskiftet. Det går inte att på förhand avgöra hur utredningen kommer att se på idén om terminssäkring av valutareserven eller hur det kommer att tas emot av regeringen och riksdagen. Vi bedömer därför att det är olämpligt att genomföra stora förändringar av riktlinjerna för valutaskulden innan utredningens betänkande är färdigbehandlat.

Utredningen ska också bedöma hur stor valutareserven ska vara. Därmed aktualiseras också relationen mellan Riksgälden och Riksbanken i samband med upplåning för att förstärka valutareserven och hur sådan upplåning ska regleras.

För närvarande gör vidareutlåningen till Riksbanken för att förstärka valutareserven att vi har en direktupplåning i utländsk valuta som mer än väl motsvarar vad som behövs för att minska finansieringsrisken genom att upprätthålla sådana lånekanaler. Detta arrangemang är dock inte av permanent karaktär utan en del av hanteringen av de senaste årens finansiella oro. Om utredningen skulle komma fram till en lösning som gör att behovet att låna för Riksbankens räkning försvinner, eller att vidareutlåningen av andra skäl avvecklas, behöver vi ta upp valutalån för egen räkning för att säkra att vi snabbt har tillgång till marknaden för valutalån om lånebehovet skulle öka kraftigt.

Om vi ska behålla den valutaexponering som uppstår vid valutaupplåningen blir en avvägning mellan vad det kostar att göra om exponeringen till kronor och vilken risk som exponeringen medför. I många lägen – inte minst just nu – vore det kostsamt att göra om exponeringen till kronor. (Detta framgår av att det är billigt för oss att låna i kronor och skapa valutaexponering genom derivat; här skulle vi göra tvärtom, vilket därmed blir dyrt.) Att då säkra valutarisken skulle stå i strid med huvudmålet för statsskuldsvärdningen, eftersom risken i statsskulden endast skulle öka marginellt till följd av sådan valutaexponering.

Upplåning i syfte att begränsa statens finansieringsrisker, och därmed också säkerställa långsiktig kostnadsminimering, har diskuterats som ett motiv för valutaexponering men har inte varit föremål för en djupare analys. Denna aspekt, som berör investerarbäras och finansieringsrisker såväl som kostnadsaspekter, bör därför analyseras närmare inför nästa års riktlinjeförslag.

## 4 Realandelen och löptiden

I år har vi, som framgått, fokuserat analysen på valutaandelen. Men vi drar även vissa slutsatser för realandelen och löptiden av det nya kostnadsmåttet.

### 4.1 Realandelen

Det är inte möjligt att göra en studie av realandelen på samma sätt som den vi har gjort för valutaskulden eftersom det inte finns tillräckligt med historiska data för realräntor. Men utifrån det nya kostnadsmåttet kan vi ändå dra vissa slutsatser för realandelen.

Med ett nominellt synsätt är realskuld per definition mer riskabel än nominell skuld. Riskskillnaden är däremot liten eftersom skillnaden mellan break even-inflation och faktisk inflation periodiseras jämnt över typiskt sett långa löptider. Därför är risken för nominell och real skuld i paritet med varandra. Därmed finns det en potentiell diversifieringsmöjlighet med real skuld.

En formell portföljanslys skulle sannolikt visa att vi uppnår lägsta möjliga kostnadsvariation i statsskulden med en betydande realandel. Men eftersom kostnadsvariationen i skulden redan är så låg blir diversifieringsnyttan med realskuld i praktiken liten. Målet är ju heller inte att minimera kostnadsvariationen. Realandelen kan därför inte motiveras enbart av att den minskar kostnadsvariationen i statsskulden.

Ett viktigare skäl för att ha realskuld är i stället att den avlastar upplåningen i statsobligationer och statsskuldväxlar i ett läge där statsskulden är stor. Genom att vi sprider upplåningen på flera skuldsdrag minskar risken för att räntan i ett enskilt skuldsdrag drivs upp. För att realskulden i praktiken ska kunna bidra med detta måste den vara tillräckligt stor så att likviditeten på realmarknaden är acceptabel ur investerarnas synvinkel.

### 4.2 Löptiden

I årets analys drar vi inga nya slutsatser vad gäller löptiden. Valet av löptid går inte att analysera utifrån historiska data på samma sätt som andelarna. Analysen är mer komplicerad eftersom löptidsvalet förutsätter en avvägning mellan förväntad kostnad och risk, alltså inte bara en studie av risken.

Utifrån det nya kostnadsmåttet blir det tydligt att vad risken blir för olika löptider helt beror på valet av tidshorisont när risken beräknas. Ju längre tidshorisont desto mer av svängningarna i de korta räntorna försvinner. Viktigt att

nämna är dessutom att vilken löptid som går att uppnå till stor del beror på de praktiska begränsningar som finns i de olika skuldslagen.

## 5 Styrning av refinansieringsrisker

Under de senaste årens finansiella oro har det visat sig att även stater kan få svårt att ge ut lån. I ljuset av detta har regeringen gjort bedömningen att det är önskvärt med ett större fokus på refinansieringsrisker. I riktlinjebeslutet för 2012 gav regeringen Riksgälden i uppdrag att se över hur riktlinjerna i större utsträckning kan beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden.

Nedan beskriver vi hur Riksgälden tar hänsyn till refinansieringsrisker i förvaltningen och varför refinansieringsriskerna för svensk del är små. Förklaringen är att statsskulden är relativt liten och fördelad över många lån med olika förfallotidpunkter.

Därefter diskuterar vi alternativa ansatser för styrning av refinansieringsrisk. Vår slutsats är att det inte vore ändamålsenligt att begränsa refinansieringsriskerna med kvantitativa styrmått i riktlinjerna. Däremot finns skäl att i kvalitativa termer betona vikten av att Riksgälden beaktar refinansieringsrisker. Det blir då Riksgäldens uppdrag att i efterhand redovisa på vilket sätt vi tagit hänsyn till refinansieringsriskerna i förvaltningen.

Slutligen tar vi upp tänkbara åtgärder för att minska *finansieringsrisker*. Det begreppet innefattar även förutsättningarna att hantera ett lånebehov som uppstår till följd av ett budgetunderskott. Vi konstaterar att för svensk del är riskerna kopplade till budgetsaldot viktigare, dels därför att statens betalningar är ojämnt fördelade, dels därför att det alltid råder osäkerhet om budgetutfallet.

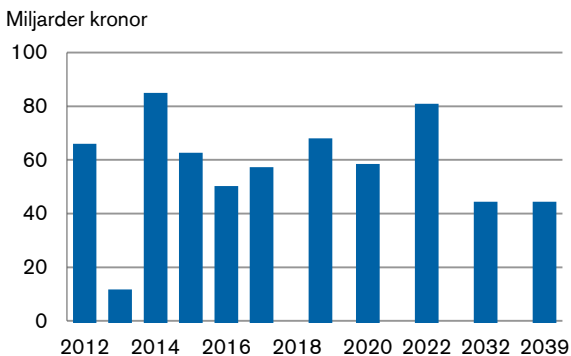
### 5.1 Refinansieringsriskerna är redan beaktade

Vi beaktar refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden på flera sätt i våra strategier för upplåning och marknadsvård.

Statsobligationer utgör kärnan i vår upplåning och svarar för merparten av den långfristiga upplåningen. Vi strävar efter en jämn förfalloprofil för statsobligationerna i löptider upp till tio år. Det betyder att endast en liten del av den utestående stocken förfaller och måste refinansieras varje år.

Vi har ett perspektiv på två till tre år när vi planerar upplåningen. I planeringen tar vi höjd för kommande lånebehov som innefattar såväl förfallande lån som andra statliga betalningar. Genom att regelbundet emittera små volymer i auktioner sprider vi ut refinansieringen över lång tid och en stor del av de förfallande obligationerna ersätts på så sätt i förväg. Tack vare att finansieringsbehovet är litet och eftersom vi har möjlighet att ha mycket täta auktioner är volymen per emissionstillfälle avsevärt mindre än i de flesta andra europeiska länder.

DIAGRAM 7 FÖRFALLOPROFIL FÖR STATSOBLIGATIONER  
UTESTÅENDE PER DEN 30 JUNI 2012.



Svenska statspapper har allt mer kommit att framstå som en trygg placering då oron för den statsfinansiella utvecklingen i många andra länder har ökat. Den svenska staten har mycket stor trovärdighet som låntagare tack vare att vi har starka statsfinanser, en egen valuta och en egen centralbank. Dessa faktorer i kombination med Riksgäldens strategier för upplåning och marknadsvård har gjort att refinansieringsriskerna för svensk del är små.

Refinansieringsriskerna har dessutom minskat ytterligare under de senaste åren av oro på de finansiella marknaderna eftersom andelen kort upplåning har minskat. När lånebehovet ökade snabbt under 2009 finansierade vi en stor del av ökningen med långa obligationer. Därefter har lånebehovet varit mycket begränsat och vi har dragit ned på upplåningen i statsskuldväxlar till förmån för tioåriga statsobligationer. Den volym som årligen behöver refinansieras har därmed minskat markant.

DIAGRAM 8 UTESTÅENDE NOMINELLA STATSPAPPER MED  
LÖPTID KORTARE ÄN 2 ÅR

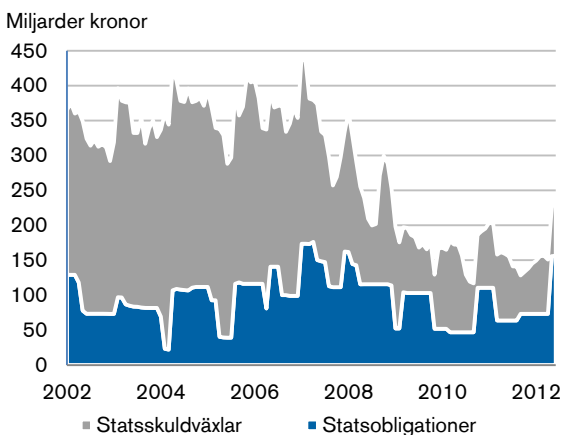


Diagram 8 visar stocken av statspapper med löptid upp till två år. I det segmentet har den utestående volymen mer än halverats de senaste åren. Det har gått så långt att marknaden för korta statspapper idag fungerar sämre. Vi bedömer att stocken av korta statspapper inte kan minska ytterligare med mindre än att vi lägger ned upplåningen i statsskuldväxlar.

Det kan vara värt att påpeka att vi regelbundet behöver ha en viss volym förfallande lån för att kunna bibehålla kontinuerlig närvaro på kapitalmarknaden. Det kan försvåras om alltför stor vikt läggs vid förfalloprofilen. Anta exempelvis att vi försökte minimera volymen förfallande lån genom att hela tiden byta de kortaste obligationerna mot längre lån. En sådan hantering skulle leda till att staten upphörde att ge ut obligationer under perioder med överskott. Det skulle i sin tur försvåra finansieringen om det plötsligt uppstår ett lånebehov. Minimala refinansieringsrisker kan alltså leda till ökade finansieringsrisker.

När vi planerar upplåningen gör vi en avvägning mellan refinansieringsrisk och finansieringsrisk. Om vi fördelar obligationsupplåningen på alltför många löptider blir de enskilda utgåvorna så små att obligationerna blir illikvida. En illikvid obligationsmarknad medför både högre kostnader och ökad finansieringsrisk. När upplåningsbehovet har minskat har vi därför valt att dra ned på antalet utestående statsobligationer. Förfalloprofilen har därmed blivit något glesare. Från att tidigare ha gett ut en ny tioårig obligation varje år är det nu närmare ett och ett halvt år mellan nyintroduktionerna.

Genom att vi på senare år kompletterat med två mycket långa obligationer har stockarna i de övriga obligationerna blivit något lägre. Det har gått att förena med fortsatt tillfredsställande likviditet i de kortare obligationerna. Vi ser dock ingen anledning att vid nuvarande skuldstorlek ytterligare öka antalet obligationer.

## 5.2 Styrning av refinansieringsrisk

Trots att refinansieringsriskerna således är små finns det anledning att diskutera hur styrningen i riktlinjerna skulle utformas för att explicit begränsa finansieringsriskerna. Nuvarande riktlinjer syftar främst till att begränsa ränteomsättningsrisken (variationen i genomsnittlig emissionsränta). I riktlinjerna styrs statsskuldens löptid i termer av räntebindningstid. En betydande del av den långa upplåningen i obligationer har omvandlats till kort löptid med hjälp av ränteswappar för att sänka den förväntade räntekostnaden. Styrmåttet säger därför ingenting om hur lång tid som återstår tills lånen förfaller och ska refinansieras.

Ett genomsnitt för lånens löptid till förfall vore ett alternativ men inte heller detta mått säger egentligen så mycket om refinansieringsriskerna. En viss genomsnittlig löptid kan åstadkommas på många olika sätt. Ett litet lån med mycket lång löptid kan exempelvis förlänga den genomsnittliga löptiden märkbart utan att riskerna minskar i motsvarande grad. Den 30-åriga obligation vi gav ut under 2009 exkluderades ur styrmåttet för den nominella kronskuldens löptid av just det skälet.

Inte heller styrning av andelen långa löptider får någon större effekt på refinansieringsrisken. Sett utifrån målet att begränsa statens refinansieringsrisk är det ingen nämnvärd skillnad mellan en tioårig och en 30-årig obligation. Det är först när tioåringen närmar sig förfall som skillnaden

får någon betydelse. Båda förfallen ligger bortom den tidshorisont som man normalt har anledning att tänka på vid analys av refinansieringsrisker.

Till detta kommer att de belopp och förestående förfall som i praktiken kan flyttas över till mycket långa löptider (givet nuvarande utsikter för statsfinanserna) är små i förhållande till den osäkerhet som finns om statsskuldens storlek om tio år.

Att flytta finansieringen längre bort i tiden än tio år kan till och med bli kontraproduktivt. Om den totala statsskulden är liten riskerar likviditeten i resten av de utestående obligationerna att försämrats, med högre finansieringsrisk som följd.

Refinansieringsrisker handlar i grund och botten om följderna av koncentrerade förfall under de närmaste åren. För att verkligen begränsa refinansieringsriskerna krävs därför någon form av styrning av förfalloprofilen. Det skulle då handla om att begränsa den andel av skulden (eller hur stora belopp) som förfaller inom en viss tidsperiod, säg ett eller två år framåt.

Det finns emellertid tydliga nackdelar med kvantitativa styrmått för förfalloprofilen. Det kan medföra en kostnad som inte står i proportion till risken vi vill begränsa. Likviditetsförvaltningen skulle bli mindre effektiv och anpassningen till förändringar i lånebehovet mindre flexibel. Risken är att om lånebehovet tillfälligt ökar skulle vi till exempel behöva låna långt för att sedan köpa tillbaka lånen.

För att undvika sådana effekter kan det krävas täta ändringar i riktlinjerna. I praktiken kan resultatet bli att Finansdepartementet mer löpande blir involverat i upplåningsbeslut och att delegeringen av upplåningen delvis dras tillbaka. En sådan ordning har både praktiska och principiella nackdelar. Dels uppstår ett merarbete både på Riksgälden och i Finansdepartementet. Dels skapar det osäkerhet om ansvarsförhållandena och riskerar att undergräva den flexibilitet i hanteringen av statens upplåning inom ramen för ett tydligt delegerat ansvar som sedan många år vägleder svensk statsskuldshandling.

Det kan noteras att när riktlinjerna under de första åren innefattade styrning av förfalloprofilen fick andelen förfallande lån inom tolv månader maximalt vara 30 procent. Förfallen är numera avsevärt mindre, inte minst sett i relation till den mindre skulden.

### 5.3 Förslag till ny riktlinje

Vi bedömer att det vore olämpligt att införa någon form av kvantitativ styrning av refinansieringsrisker i riktlinjerna eftersom det riskerar att medföra onödiga operativa begränsningar och högre kostnader. Däremot är det befogat av rena tydlighetsskäl att komplettera riktlinjerna i kvalitativa termer så att refinansieringsrisker hanteras

explicit. Vi föreslår att riktlinjerna kompletteras med följande punkt.

"Riksgälden ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden."

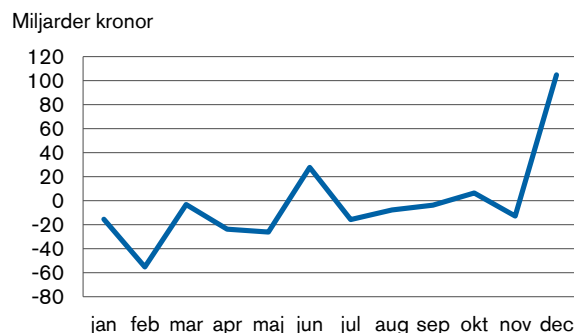
Det blir sedan Riksgäldens uppdrag att i utvärderingen av verksamheten rapportera på vilket sätt vi har levt upp till kravet att ta hänsyn till refinansieringsrisker i förvaltningen.

### 5.4 Åtgärder för att minska finansieringsrisker

Under vissa perioder behöver vi ha en omfattande upplåning i korta löptider på grund av variationerna i statens betalningar. Det gäller oavsett statsskuldens storlek och även om statens budget visar överskott för året som helhet. Statens kassa svänger kraftigt inom månader och mellan månader. Enskilda dagar kan det handla om underskott såväl som överskott på upp till 100 miljarder kronor.

En stor del av statens nettoutbetalningar är förlagda till december varje år (till följd av faktorer utanför Riksgäldens kontroll). Enligt vår senaste prognos uppgår nettolånebehovet i december 2012 till 99 miljarder kronor, vilket är ett större belopp än den totala volymen förfallande obligationslån under året.

FIGUR 1 NETTOLÅNEBEHOVET<sup>1</sup> PER MÅNAD, GENOMSnitt FÖR ÅREN 2007-2011.



Förfallen vet vi när de kommer och hur stora de är. Likaså känner vi till att vi har ett stort lånebehov i december. För dessa kan vi alltså förbereda oss genom att utforma våra låneplaner så att vi i god tid har säkrat finansieringen.

Annorlunda är det med oväntade ändringar i budgetsaldot. Även om vi gör prognoser är det ofrånkomligt att utfallet kan avvika från prognos, inte minst under perioder mer stor osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen. En oförutsedd ökning i budgetunderskottet (nettolånebehovet) utgör således en betydligt större risk än kända framtida utbetalningar.

<sup>1</sup> Budgetsaldot med omvänt tecken.

Vi bedömer därför att det vore mer ändamålsenligt att vidta åtgärder för att begränsa finansieringsriskerna än att försöka minska refinansieringsriskerna ytterligare. En sådan åtgärd vore att se över statens betalningar i syfte att minska säsongvariationerna.

Vi vill dessutom understryka att en väl fungerande inhemsk statspappersmarknad är central för att ha beredskap att hantera eventuella stora lånebehov i framtiden. En likvid statsobligationsmarknad är en förutsättning för att nå en bred investerarbas och därmed ha låga finansieringsrisker.

I förra årets riktlinjeförslag diskuterade vi risken för sämre likviditet om vi inte kan upprätthålla en tillräckligt stor upplåning i statsobligationer mot bakgrund av att statsskulden väntas minska på sikt. Vi är inte oroliga för att sämre likviditet skulle leda till ökad finansieringsrisk under de närmaste åren. Risken har snarast minskat på kort sikt eftersom vi reviderat upp prognosen för upplåningen i statsobligationer för 2012 och 2013. Problemet kvarstår däremot på längre sikt.

I riktlinjeförslaget för 2012 lyfte vi frågan om hur statsskuldsvärdningen bör hanteras då statens eget finansieringsbehov inte längre skapar ett stort utbud av statspapper. Erfarenheter från finanskrisen visar på betydelsen av statspapper för finansiell stabilitet. En annan aspekt är den särställning som statspapper ges i regleringen av finansiella institutioner. I förlängningen skulle det kunna bli så att målet för statsskuldsvärdningen behöver vidgas.

I utvärderingen av statens upplåning och skuldsvärdning aviserade regeringen att den har för avsikt att tillsätta en utredning vad gäller statspappersmarknadens funktion och betydelse för den finansiella stabiliteten. Vi välkomnar detta och är förstås beredda att bistå utredningen på de sätt vi kan. Resultatet av utredningen kan ge vägledning om hur vi ska hantera risken för sämre likviditet och därmed för sämre beredskap.

## 6 Aktiv skuldsvärdning och positionstagande

Regeringen beslutar i riktlinjerna om statsskuldens exponering mot inflation och valutakursrörelser samt ränteomsättningsrisker. Därefter är det Riksgäldens uppdrag att se till att skulden får de egenskaper som anges i riktlinjerna. Det kan ske på otaliga sätt. Vi måste därför fatta en lång rad beslut om val av upplåningsinstrument, justering av exponeringen med derivat etc. Även i det arbetet vägleds vi av målet att långsiktigt minimera kostnaderna med beaktande av risk. Genomtänkta och aktiva val av lånetekniker och skuldhanteringsinstrument ingår således i vårt uppdrag att förvalta statsskulden.

Riksgäldens beslut om förvaltning av statsskulden präglas på så sätt av ett aktivt förhållningssätt. Merparten av besluten är – i likhet med regeringens övergripande

riktlinjer – svåra att utvärdera i efterhand. Det beror bland annat på att de varken kan eller bör utvärderas i marknadsvärdestermerna och att det därför inte finns några tydliga måttstockar (en alternativkostnad) att jämföra med.

För andra aktiva beslut, i synnerhet så kallade positioner som avser exponeringen mot växelkurser och räntor (i utländsk valuta) med hjälp av derivat, finns kvantitativa mått för utvärdering. De reella konsekvenserna av ett beslut beror dock inte på huruvida resultatet kan mätas eller inte.

Ett passivt förhållningssätt, där vi strävar efter att avvika så lite som möjligt i förhållande till riktvärdena, får således inte till följd att riskerna försvinner. Det kan till och med vara så att ett beslut att i ett visst läge öka valutaandelen i förhållande till ett riktvärde kan minska statens risk (och sett i efterhand minska kostnaderna). Mätbarheten i beslut av det senare slaget gör ändå att de får långt större uppmärksamhet, både på förhand och i efterhand.

Att sifersatta resultat väcker uppmärksamhet är sannolikt ofrånkomligt (och inte unikt för statsskuldsvärdning). Det är desto viktigare att sådana resultat – och de beslut som ligger bakom dem – ses i sitt sammanhang. Syftet med den första delen av detta avsnitt är att förklara hur Riksgäldens aktiva förhållningssätt till skuldsvärdningen fungerar och hur positionstagandet passar in i detta förhållningssätt. I den andra delen föreslår vi vissa förtydligande i regeringens riktlinjer för den aktiva förvaltningen. Detta är ett svar på ett uppdrag som regeringen gav oss i april i år.

### 6.1 Aktiv förvaltning

Målet för statsskuldsvärdningen är långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk. Regeringens bedömning av hur detta mål bäst ska uppnås kommer till uttryck i riktlinjerna. De riktvärden för skuldens sammansättning och löptid som regeringen anger kan uppnås på flera olika sätt. Riksgälden gör låneplaner som syftar till att täcka finansieringsbehovet och ge skulden önskad sammansättning och löptid. Planerna innefattar aktiva beslut om val av löptider och instrument. De är baserade på bedömningar om hur vi ska agera för att även i den löpande hanteringen minimera kostnaderna med beaktande av risk. Det gäller till exempel val av vilka löptider eller valutor vi ska låna i. Eftersom vi i vår inhemska upplåning agerar utifrån principerna om transparens och förutsägbarhet, är frihetsgraderna inte obegränsade, men det krävs ändå löpande beslut om hur vi ska finansiera skulden.

Genom att vi använder derivat som swappar och ränteterminer för att justera exponeringen kan vi dessutom delvis separera beslut om vilka instrument och löptider som ska ges ut från målen för vår exponering. Även här krävs fortlöpande aktiva beslut, till exempel hur vi ska avväga lån via växlar mot lång upplåning som via swappar får kort räntebindningstid och i vad mån vi ska låna direkt i

utländsk valuta respektive använda derivat för att omvandla kronskuld till åtaganden i utländsk valuta.

De kostnader som blir resultatet både av mer långsiktiga och löpande beslut beror på utvecklingen av räntor, växelkurser inflation m.m. Även om vi hela tiden upprätthåller den exponering som regeringen anger i riktlinjerna och de upplåningsplaner vi offentliggör tre gånger per år är vi således utsatta för risker. Det finns inget sätt att förvalta skulden som med automatik eliminerar alla risker.

Innebörden av den aktiva förvaltning i fråga om upplåning är att vi dels försöker bedöma de risker som uppstår till följd av marknadsutvecklingen, förändringar i lånebehov, ekonomisk konjunktur, förändringar i marknadsstruktur, investerarbeteende och nya finansiella risker, dels gör anpassningar i upplåning och exponeringar i syfte att reducera kostnader och risker.

På motsvarande sätt har vi ett aktivt förhållningssätt till exponeringsriktlinjerna så att vi hela tiden värderar kostnader och risker. Om vi bedömer att risken för höga kostnader är stor gör vi justeringar i förhållande till riktvärdena, precis som vi gör justeringar i den löpande upplåningen. Dessa justeringar görs med derivat och definieras som positioner. De blir därmed föremål för noggrann uppföljning och resultatmätning. Det som mäts är effekten på kostnaderna, men det är ofrånkomligt att ändringar i skuldens egenskaper även påverkar riskerna.

I det här sammanhanget är det viktigt att peka på – vilket också gjorts i tidigare riktlinjeförslag – distinktionen mellan absoluta och relativa mått på kostnader och risker. Det som uppdraget ytterst handlar om är de absoluta kostnaderna, dvs. hur mycket staten över tiden behöver betala för att finansiera statsskulden. Därmed är det också klart att den viktigaste risken är att de absoluta kostnaderna ska bli oväntat höga. Det kostnadsmått som vi beskriver i avsnitt 3.2 ovan fångar också de absoluta kostnaderna för statsskulden.

Ett problem vid utvärdering är att vi inte har ett väldefinierat alternativ att jämföra de realiserade absoluta kostnaderna med. Hade vi lånat på ett annat sätt eller hade skulden haft en annan sammansättning så skulle kostnaderna ha blivit annorlunda, men givet att det inte finns någon stabil metod för att på förhand ange vad som vore ett rimligt "annat sätt" har den iakttagelsen litet värde. Och även om vi skulle ta fram någon form av resultatmått, har vi svårt att värdera risken i de både portföljer som jämförs. Detta är grunden till att vi inte har någon kvantitativ utvärdering av vare sig regeringens riktlinjer eller Riksgäldens upplåningsbeslut.

När det är fråga om positioner har vi kvantitativa mått, men de avser relativa kostnader, och inte absoluta. Om Riksgälden, som skedde 2009, tar en position genom att flytta motsvarande 50 miljarder kronor från kronskuld till eurosuld kan vi när skulden har återgått till riktvärdet

beräkna ett resultat. Resultatet bygger på värdet av ett antal faktiska transaktioner i marknaden och är i så måtto robust. Om resultatet är positivt, säger vi att vi har gjort en vinst (en besparing). Det är korrekt givet att vi jämför med att vi inte hade gjort de aktuella transaktionerna, men det måttet ger ändå bara en partiell bild av effekterna. Ökningen av valutaskulden ändrade också den absoluta växelkursrisken i statsskulden, men vi bedömde att detta mer än väl uppvägdes av att vi skulle kunna sänka kostnaderna genom att minska valutaskulden när kronans värde normaliserats.

Detta exempel illustrerar att det kan uppstå mer eller mindre tillfälliga marknadslägen där vårt normala grundantagande att alla skuldslag har samma förväntade kostnad inte gäller. Vårt uppdrag att förvalta statsskulden så billigt som möjligt ställer därför krav på aktivt förhållningssätt. Att *inte* agera har en alternativkostnad. Den avspeglas i att de absoluta kostnaderna blir högre än nödvändigt, men just därför att det är fråga om kostnader i absoluta termer försvinner de i rapporteringen.

I sammanhang där uteblivna beslut gör att de ansvariga kan redovisa ett nollresultat, finns en inbyggd försiktighet eller till och med tröghet i processen. Det gäller rimligen även Riksgälden. Vi har kunnat redovisa positiva resultat på våra strategiska positioner, men det finns anledning för Riksgälden att fortlöpande reflektera över våra beslutsprocesser.

I grunden uppfattar dock Riksgälden den noggranna uppföljningen av våra positioner som en styrka. Det ger en tydlighet och skärpa åt verksamheten som är sund. Det bör också framhållas att vi sedan många år organiserar positionstagandet på ett sådant sätt att uppföljning ska vara möjlig. Positioner byggs således upp med hjälp av derivatinstrument som redovisas vid sidan av den övriga skulden. Detta gör att beslut om positioner både beslutsfässigt och vid utvärdering kan skiljas från den övriga verksamheten. Även om vi i termer av absoluta kostnader skulle kunna uppnå samma resultat genom att omfördela upplåningen mellan kronor och valuta är en ordning med tydlig uppföljning att föredra.

Det bör även noteras att vi inom svensk statsskuldsvärvaltning har högre ambitioner när det gäller utvärdering än det stora flertalet andra länder. I länder som inte använder derivat som swappar och inte heller har någon motsvarighet till vad vi kallar positioner fattas likväl beslut som skapar och ändrar exponeringen i statsskulden. Det är skillnad mellan att låna på ett år och trettio år oavsett om man räknar fram ett resultat eller inte. Avsaknaden av formellt utvärderingsbara positioner innebär alltså inte att skuldförvaltaren kan undgå att fatta beslut som i praktiken har samma innebörd.

Det faktum att Riksgäldens positioner redovisas så tydligt kan ge intrycket att positionstagandet är löst påhängt. I grunden bör det dock ses som ett effektivare sätt att låta

bedömningar om förutsättningarna för förvaltningen av statsskulden komma till uttryck i konkreta – och aktiva – beslut. Vårt sätt att arbeta med positioner har vuxit fram ur behovet att aktivt ta ställning till ny information om förväntade kostnader och risker. I så måtto är det en integrerad del i en effektivt upplagd skuldförvaltning och vår strävan att på bästa sätt utvärdera vår verksamhet.

Det är värt att notera att de transaktioner som definieras som positioner har bidragit till lägre kostnader för statsskulden under de cirka 20 år vi bedrivit denna verksamhet. En anledning till verksamhetens framgång kan kanske hänföras till att vi har möjlighet att vara mer långsiktiga än en normal förvaltare. Våra positioner, i de fall där vi gör större justeringar av vår exponering, har ofta en horisont som sträcker sig längre än det närmaste året.

En positiv bieffekt av att vi har möjlighet att separera finansieringsbeslut från rena och aktiva justeringar av exponeringen är att vi därmed får bättre möjligheter att följa och analysera marknaderna på ett mer fokuserat sätt än vi annars skulle ha. Vi får därmed också bättre och bredare kompetens i finansiella frågor både vad gäller instrument, riskhantering och marknader. Denna miljö skapar större förutsättningar till en effektiv hantering även av den mer löpande upplåningsverksamheten.

Våra positioner tas dels genom egna beslut men också med hjälp av externa förvaltare. Den externa förvaltningen ger oss en måttstock på hur väl vi sköter verksamheten genom att vi kan jämföra oss med andras resultat.

De positioner vi tar själva är strukturerade så att vi löpande följer, analyserar och löpande aktivt justerar vår exponering. Vi de tillfällen då vi bedömer att avvägningen mellan förväntad vinst och risk är särskilt förmånlig, till exempel då prissättningen är vad som kan beskrivas som extrem, tar vi från tid till annan större och mer långsiktiga positioner. Det har bland annat gällt växelkursen mellan dollar och euro och mellan kronan och euron. Det är dock viktigt att notera att det är en och samma verksamhet även om de större så kallade strategiska besluten förankras med ett styrelsebeslut. Positioner av större omfattning behöver en bredare förankring för att vara möjlig att ta.

## 6.2 Avgränsning av marknader för positionstagande

Vårt mål är att minimera statens kostnader med beaktande av risk. Som ett led i detta agerar vi bland annat på utländska kapital- och derivatmarknader i hanteringen av statsskulden. Den löpande positionstagningen bevakar aktivt den internationella utvecklingen på de marknader som vi direkt eller potentiellt agerar på i den underliggande skulden. Den löpande positionstagningen är på så vis en integrerad del i förvaltningen av statsskulden.

Den löpande positionstagningens möjlighet att åstadkomma ett långsiktigt gott resultat i förhållande till risk är beroende av antalet tillåtna marknader. Vårt historiska

resultat pekar på att de marknader som används idag uppfyller detta krav. Dessa marknader har väl utvecklade och likvida kredit- och derivatmarknader, något som möjliggör en kostnadseffektiv upplåning och förvaltning av skulden.

Det riskjusterade resultatet brukar beskrivas med den så kallade informationskvoten som enkelt uttryckt är kvoten av resultatet och svängningarna i resultatserien. Ju högre kvot desto bättre. Informationskvoten stiger med antalet oberoende positioner. Om vi har två oberoende serier och adderar dessa kommer det totala resultatet vara summan av de två serierna. Samtidigt kommer svängningarna i den sammanslagna serien inte öka i samma utsträckning så länge korrelationen är mindre än ett. Resultatet blir en högre informationskvot. Vi kan illustrera detta med ett förenklat exempel i tabellen nedan. Två serier med samma avkastning och samma variation kommer när de adderas resultera i en högre informationskvot på grund av det faktum att de är fördelade olika över tiden.

TABELL 2 EXEMPEL PÅ DIVERSIFIERINGSEFFEKTER

	Marknad A	Marknad B	Marknad A+B
Avkastning år 1	1	1	2
Avkastning år 2	-1	1	0
Avkastning år 3	1	-1	0
Total avkastning	1	1	2
Standardavvikelse	0,9	0,9	0,9
<b>Informationskvot</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>

Riksgäldens löpande positionstagning har historiskt presterat ett resultat motsvarande en informationskvot på 0,36. En inte oväsentlig del av denna kan förklaras av positiva diversifieringseffekter till följd av de marknader vi tillåts agera på. En hög informationskvot ges inte bara av skicklighet och antal tillåtna marknader, utan positiva diversifieringsegenskaper erhålls också med hjälp av en mångfald i förvaltningsstrategier. Vikten av mångfald kan illustreras av vårt eget och våra externa förvaltares historiska resultat och deras fördelning över tiden.

Ser vi till de externa förvaltarnas resultat har de i genomsnitt nått en informationskvot motsvarande 0,16. Om vi däremot aggregerar ihop resultatserierna i stället för att ta ett genomsnitt blir det totala resultatet detsamma men volatiliteten i den sammanslagna serien blir lägre och därför ökar informationskvoten. Detta kan vi också tydligt observera då informationskvoten ökar till 0,46. På samma sätt kan vi se att den löpande interna positionstagningen har nått upp till en informationskvot på 0,26 men om vi aggregerar ihop den löpande interna med den löpande externa positionstagningen blir alltså den totala informationskvoten 0,36. Att diversifieringseffekten är förhållandevis lägre då vi aggregerar den interna med den externa positionstagningen kan förklaras av att den interna positionstagningen är så dominerande i storlek i förhållande till den externa. De positiva diversifieringseffekterna blir då mindre men kan ändå tydligt observeras.



TABELL 3 RISKJUSTERAT RESULTAT FÖR DEN LÖPANDE POSITIONSTAGNINGEN, JANUARI 2001-JUNI 2012

	Årligt resultat	Årlig standard-avvikelse	Informationskvot
Intern förvaltning	5,6	21,8	0,26
Extern förvaltning			
genomsnitt	14,6	86,1	0,17
aggregat	14,6	35,3	0,47
<b>Totalt aggregat</b>	<b>7,4</b>	<b>21</b>	<b>0,36</b>

De positiva diversifieringseffekterna inom positionstagningen är tydliga. På motsvarande sätt kommer också möjligheterna till ett gott riskjusterat resultat att öka med antalet okorrelerade positioner. Ett bättre resultat i termer av förväntad avkastning vid given risknivå skulle alltså teoretiskt kunna uppnås om vi inkluderade fler marknader och instrument där vi kunde ta positioner. Vår positionstagning bör emellertid ses som en aktiv hantering av de kostnader och risker som är förknippade med förvaltningen av den underliggande skulden. I skulden ingår varken aktier eller råvaror. Det vore därför inte rimligt att skapa en så bred portfölj för positioner. Vi har därför valt att endast använda oss av marknader som är relaterade till statskuldsförvaltningen. Det historiska resultatet talar också för att positiva diversifieringsegenskaper redan är uppnådda med dagens tillåtna marknader och hanteringen av positionstagningen.

Ett ytterligare krav är att marknaderna ska ha god likviditet och ha väl fungerande derivatmarknader. Vi har samtidigt valt att inte begränsa oss till de marknader som för tillfället ingår i skulden. Det skulle leda till en ryckighet i positionstagningen samtidigt som diversifieringen skulle bli alltför begränsad: risken i förhållande till förväntad avkastning skulle stiga.

### 6.3 Förslag till ny riktlinje

Nuvarande regelverk framstår således som ändamålsenligt och väl avvägt. Vilka marknader och instrument som är tillgängliga i den aktiva förvaltningen läggs sedan många år fast i Finans- och riskpolicyn, som beslutas av Riksgäldens styrelse. Vi bedömer att det inte är ändamålsenligt att i sak ändra ramarna för den löpande positionstagningen.

Däremot har regeringen bett om en tydligare kodifiering av den rådande ordningen. Vi föreslår därför att den kvalitativa beskrivningen av vilka marknader som är tillgängliga flyttas från Finans- och riskpolicyn till regeringens riktlinjebeslut. Mandat att konkret ange vilka marknader som vid var tid uppfyller dessa krav och som därmed ska vara tillgängliga bör däremot även framöver fattas av Riksgäldens styrelse eftersom förutsättningarna varierar över tiden.

Mot den bakgrunden föreslår vi följande tillägg i riktlinjerna som rör positionstagande:

"Positioner får bara tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt utgör en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen."