

# Statsskuldens förvaltning

*Förslag till riktlinjer 2011–2013*



# Innehåll

<b>Sammanfattning</b>	<b>1</b>
<b>1 Förslag till riktlinjer 2011–2013</b>	<b>2</b>
Statsskuldsförvaltningens mål	2
Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål	2
Riktlinjeprocessen	2
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	3
Statsskuldens löptid	3
Kostnader och risk	3
Marknads- och skuldvärd	4
Positionstagande	4
Upplåning på privatmarknaden	5
Lån för att tillgodose behovet av statslån	5
Medelsförvaltning m.m.	5
Samråd och samverkan	5
Utvärdering	5
<b>2 Förutsättningar</b>	<b>6</b>
2.1 Lånebehovets utveckling och statsskuldens storlek	6
2.2 Avkastningskurvans egenskaper	8
<b>3 Motivering till förslagen</b>	<b>12</b>
3.1 Styrningen av statsskulden och behovet av flexibilitet	12
3.2 Statsskuldens löptid	13
3.2.1 Den reala skuldens löptid	13
3.2.2 Den nominella kronskuldens löptid	13
3.2.3 Nominell löptid längre 12 år	14
3.2.4 Valutaskuldens löptid	14
3.3 Maximal volym för att tillgodose behovet av statspapper	14
3.4 Mandatet för positionstagande	14
3.4.1 Strategiska positioner i kronans växelkurs	14
3.4.2 Positioner i utländsk valuta	15

# Sammanfattning

Riksgälden lämnar här förslag till riktlinjer för 2011–2013. För 2012 och 2013 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.

Riksgälden har av Regeringen fått ett utredningsuppdrag som omfattar tre delområden. Den första delen innebär att utreda hur mandatet för positionstagande bör se ut. Vidare ska vi analysera hur skuldslagens andelar och löptid bör hanteras i en situation med betydligt högre respektive lägre statsskuld. Den tredje delen gäller förbättring av jämförelsen mellan upplåning på privatmarknad och statspappersmarknad.

I årets riktlinjeförslag rapporterar vi den del av uppdraget som rör mandatet för positionstagande. Övriga delar av uppdraget kommer vi att återkomma till i förslaget för 2012.

En utgångspunkt för Riksgäldens förslag är utvecklingen av lånebehov och räntor – faktorer som påverkar balansen mellan förväntad kostnad och risk. För att få en uppfattning om lånebehovet granskar vi prognoserna som görs av regeringen, Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket. Den sammantagna bilden är att statsskulden kommer att minska något de närmaste åren. Förslaget grundas på att skulden minskar från strax under 1 200 miljarder kronor under 2011 till 1 000-1 100 miljarder kronor vid utgången av 2014. Som andel av BNP innebär det att skulden kan komma att minska från 35 procent till cirka 30 procent.

Såväl korta som långa räntor är historiskt låga. Samtidigt är avkastningskurvan just nu brant. Kurvlutningen talar å ena sidan för att en förkortning av räntebindningstiden givet att kurvlutningen skulle bli bestående under relativt lång tid. Å andra sidan är den absoluta räntenivån låg, vilket skulle kunna tala för att det är attraktivt att låsa in upplåning på lång löptid.

Vi konstaterar att vi i praktiken har liten möjlighet att säkra upplåningen till nuvarande låga räntenivå genom att låna i långa löptider då emissionsvolymerna är små i förhållande till den totala skulden. Om vi skulle göra bedömningen att det är ändamålsenligt att försöka utnyttja de historiskt låga långa räntorna skulle det vara effektivare att göra detta inom aktiv förvaltning.

Vi föreslår att räntebindningstiden för den *nominella kronskulden med löptider upp till och med tolv år* kortas från 3,2 till 3,1 år. Förkortningen förklaras av operativa skäl.

Baserat på vår prognos för lånebehovet och givet en önskvärd fördelning mellan upplåning i statsobligationer och statsskuldväxlar är den planerade swappvolymen för 2011 liten. Det begränsar vår flexibilitet om lånebehovet oväntat skulle öka. Ökat lånebehov gör på kort sikt att vi ger ut mer växlar. Normalt kan vi parera en sådan löptidsförkortning genom att dra ned ränteswappvolymen. Om den planerade volymen är liten redan i utgångsläget är detta inte möjligt. För att upprätthålla tillräcklig handlingsberedskap bör vi öka den planerade volymen ränteswappar, vilket resulterar i en marginellt kortare löptid. Förutsatt att avkastningskurvan även framgent har en positiv lutning innebär förkortningen även något lägre kostnader för statsskulden.

För den *nominella kronskulden med löptider över 12 år* föreslår vi ett tak på 65 miljarder kronor. Nivån är densamma som i gällande riktlinjer för 2011.

När det gäller den *reala skuldens löptid* föreslår vi en ändring av styrningen från ett specifikt löptidsriktmärke till ett löptidsintervall. Osäkerheten i prognosen för realskuldens löptid är ovanligt stor då vi planerar att introducera nya reallån de kommande åren. Det är inte lämpligt att i riktlinjerna låsa fast löptiderna på dessa lån. Det beslutet bör fattas i närmare anslutning till introduktionerna. Vi bedömer därför att det varken är möjligt eller önskvärt att styra realskulden mot ett exakt riktmerke utan föreslår i stället ett intervall. I slutet av 2011 föreslår vi att den *reala skuldens löptid* ska vara mellan 8 och 10 år. I slutet av 2012 och 2013 ska löptiden preliminärt vara mellan 9 och 11 år.

Vi föreslår att *positioner i kronor mot andra valutor* begränsas till maximalt 50 miljarder kronor, dvs. oförändrade riktlinjer. Detta utrymme är tillräckligt för att vi med god flexibilitet ska kunna ta de positioner som kan anses rimliga. Vi ser heller inget skäl att förändra mandatet för *positionstagande i utländsk valuta* utan föreslår oförändrade riktlinjer.

Vi föreslår att *valutaskuldens löptid* för de kommande åren hålls oförändrad på 0,125 år.

Vi föreslår inga ändringar i *skuldandelarna*. Det innebär att den *reala skulden* långsiktigt ska vara 25 procent av skulden och *valutaskulden* 15 procent.

# 1 Förslag till riktlinjer 2011–2013

*Vi ger här vårt förslag till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen under 2011–2013. För 2012 och 2013 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 lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning 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. Lag (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.

## Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt lagen (1988:1387) om statens upplåning. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
3. Riksgälden får enligt lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning 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. Lag (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.
6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Lag (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.
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. Lag (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.
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.

## Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

10. Andelen *real kronskuld* ska långsiktigt vara 25 procent av statsskulden.
11. 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 avvikelsen beror på valutakursrörelser.
12. Riksgälden ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.
13. Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av *nominell skuld i kronor*.

## Statsskuldens löptid

### Nuvarande lydelse

14. Den nominella kronskuldens löptid för löptider till och med tolv år ska *under 2010* vara 3,2 år.  
*Inriktningen för 2011 och 2012 ska vara 3,2 år.*
15. För löptider över tolv år ska taket för den utestående volymen vara 60 miljarder kronor under 2010. Taket för 2011 och 2012 ska vara 65 respektive 70 miljarder kronor.
16. Den reala kronskuldens löptid ska vid slutet av *2010* vara 9,4 år. *Löptiden ska i slutet av 2011 och 2012 preliminärt vara 8,7 år respektive 9,0 år.*
17. Valutaskuldens löptid under 2010 ska vara 0,125 år. Inriktningen för 2011 och 2012 ska vara 0,125 år.
18. Riksgälden ska besluta om avvikelseintervall *för riktvärdena* för löptiderna.

### Föreslagen lydelse

14. Den nominella kronskuldens löptid för löptider till och med tolv år ska vara 3,1 år.
15. För löptider över tolv år ska taket för den utestående volymen vara 65 miljarder kronor.
16. Den reala kronskuldens löptid ska vid slutet av 2011 vara *mellan 8 och 10 år*. Vid slutet av 2012 och 2013 ska *löptiden* preliminärt vara *mellan 9 och 11 år*.
17. Valutaskuldens löptid ska vara 0,125 år.
18. Riksgälden ska besluta om avvikelseintervall för löptiderna.

## Kostnader och risk

19. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.
20. Det överordnade *kostnadsmålet* ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.
21. Det överordnade *riskmålet* ska vara den genomsnittliga emissionsränterisken.
22. Skuldslagets *andelar* av statsskulden ska beräknas med ett mått som beaktar samtliga kassaflöden i statsskulden, dvs. även framtida kupongbetalningar och förväntad inflationskompensation.
23. *Löptiden* ska mätas med genomsnittlig räntebindningstid där samtliga kassaflöden inklusive förväntad inflationskompensation ingår. Kassaflöden ska inte diskonteras.
24. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.
25. Vid positionstagnation ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

## Marknads- och skuldvard

26. Riksgälden ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.
27. Riksgälden ska besluta om principer för marknads- och skuldvard.

## Positionstagande

28. Riksgälden får ta positioner för att, med beaktande av risk, sänka kostnaderna för statsskulden.

Med positionstagande avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna *men* som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.

Positioner kan vara strategiska (långsiktiga) eller operativa (löpande). *Riksgälden ska besluta om fördelningen av riskmandatet.*

Positioner ska tas med derivatinstrument. Begränsningen omfattar alla transaktioner med undantag för strategiska positioner mellan kronan och andra valutor, se nedan.

Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.

29. Den högsta gränsen för positionstagandet ska vara 600 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Riskbegränsningen ska omfatta alla transaktioner med undantag för strategiska positioner mellan kronor och andra valutor, se nedan.

30. Strategiska positioner i kronor mot andra valutor begränsas till maximalt 50 miljarder kronor. Dessa positioner behöver inte tas i derivat och undantas från begränsningen i termer av Value-at-Risk.

Kronpositioner ska byggas upp gradvis och annonseras i förväg.

31. 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.

28. Riksgälden får ta positioner i

1. utländsk valuta,
2. kronans valutakurs.

Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument.

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.

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

29. *Positioner i utländsk valuta begränsas till 600 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.

30. Strategiska positioner i *kronans valutakurs*

1. begränsas till maximalt 50 miljarder kronor,
2. ska byggas upp och avvecklas gradvis samt annonseras i förväg.

## Upplåning på privatmarknaden

32. Riksgälden ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.

### Lån för att tillgodose behovet av statslån

33. 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.

Riksgälden ska ges rätt att under 2010 ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.

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

34. 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.

35. 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.

36. Riksgälden ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto. Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

37. 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

38. 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.

39. Riksgälden ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

40. 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

41. Utvärdering av *styrelsebeslut* ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått.

41. 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.

42. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bl.a. avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvärdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.

43. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.

44. För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.

45. Strategiska och operativa positioner inom givet riskmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

## 2 Förutsättningar

*Statsskuldens storlek och det kommande lånebehovet påverkar inriktningen av statsskuldsvältningen. Förvaltningen utformas också med hänsyn till hur lånemarknaden fungerar. Det förutsätter bland annat kännedom om djupet på lånemarknaden och förväntade räntenivåer vid olika löptider. Statsskuldsvältningen utformas dessutom med beaktande av samvariationen mellan lånebehovet och villkoren på lånemarknaden. I detta avsnitt analyserar vi dessa bakomliggande förutsättningar för riktlinjernas utformning.*

### 2.1 Lånebehovets utveckling och statsskuldens storlek

Allt sedan 1993 har statsskulden överstigit 1 000 miljarder kronor, oftast med stor marginal. Skulden har ökat när tillväxten i ekonomin varit svag och minskat när tillväxten varit stark. Mönstret förklaras av att låga inkomster och höga utgifter för staten sammanfaller med en svag konjunktur, medan det omvända gäller för en stark konjunktur. Trots att svensk ekonomi fortfarande befinner sig i en lågkonjunktur har statsskulden ökat endast måttligt.

Den politiska ambitionen att i genomsnitt upprätthålla ett överskott i statens finanser över en konjunkturcykel förväntas leda till en fortsatt krympande statsskuld. Ambitionen har bland annat sin grund i befolkningens framtida sammansättning med en lång period med större andel äldre personer. Det leder till en större försörjningsbörda för förvärvsaktiva personer de kommande decennierna. Riskerna med framtida underskott kan minskas genom att ha en låg statsskuld i utgångsläget. Uppfylls riksdagens och regeringens mål om en procents överskott i den offentliga sektorns finansiella sparande, sett över en konjunkturcykel, kommer statsskulden att falla med i genomsnitt 15–30 miljarder kronor per år. En ännu högre ambitionsnivå har också diskuterats.

Prognoser från Ekonomistyrningsverket (ESV) och regeringen pekar dock på en utveckling de närmaste åren där statsskulden kommer att öka 2010 för att sedan minska. Det beror på en förväntan om en konjunkturåterhämtning från och med i år. Trots att prognoserna är gjorda med något olika beräkningsförutsättningar, främst vad gäller i vilken grad förändrade skatte- och bidragsregler har beaktats, är bilden entydig. Konjunkturinstitutet (KI) tror också på en återhämtning av ekonomin från och med i år, men prognosen på statsskulden visar på en ökande statsskuld fram till 2013.

#### *Överskottsmålet och lånebehovet*

Riksdagens och regeringens överskottsmål för den offentliga sektorns finansiella sparande medför en långsiktigt fallande statsskuld. I det här avsnittet skissar vi på vad olika utfall för

målet betyder för utvecklingen av statsskulden. Det är viktigt att poängtera att dessa beräkningar inte på något sätt ska likställas med Riksgäldens ordinarie prognoser vilka publiceras tre gånger om året. De prognoserna görs på ett helt annat sätt och sträcker sig bara över innevarande och nästkommande år. Således ligger de här presenterade beräkningarna inte till grund för några operativa låneplaner i Riksgäldens statsskuldsvältning. Däremot utgör beräkningarna en del i bedömningen av den framtida storleken på statsskulden.

Med utgångspunkt från riksdagens och regeringens mål om ett överskott på motsvarande 1 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel går det att överslagsmässigt beräkna statens nettolånebehov. Överskottsmålet avser det finansiella sparandet för den samlade offentliga sektorn, vilken utgörs av staten, ålderspensionssystemet och kommunsektorn.<sup>1</sup> Genom att först beräkna sparandet i ålderspensionssystemet respektive kommunerna, kan sparandet i staten beräknas residualt. Statens nettolånebehov beräknas som sparandet i staten, med omvänt tecken, justerat för sådana betalningar som påverkar lånebehovet men inte det finansiella sparandet.

Det finansiella sparandet i ålderspensionssystemet, som utgörs av AP-fonderna, föll tillbaka kraftigt 2009, och beräknas vara nära noll några år framåt. Nedgången förklaras av att inkomsterna till ålderspensionssystemet minskar till följd av att både aktieutdelningarna och ränteinkomsterna faller. Samtidigt ökar utbetalningarna av pensionerna delvis på grund av att nyttillkommande pensionärer har en högre genomsnittlig pension.

För 2010 och 2011 beräknas sparandet i kommunsektorn vara negativt med i genomsnitt 0,25 procent som andel av BNP.<sup>2</sup> Från och med 2012 antas kommunernas finansiella sparande uppgå till i genomsnitt 0,1 procent som andel av

<sup>1</sup> Kommunsektorn består av kommuner och landsting.

<sup>2</sup> Källa: Konjunkturinstitutet, Konjunkturläget juni 2010.



BNP. Förvisso har kommunerna sammantaget under de senaste åren redovisat överskott, men det är svårt att tänka sig att de varaktigt kan upprätthålla ett högt positivt sparande samtidigt som kraven på offentliga tjänster växer i takt med att de demografiskt betingade behoven ökar. Kommunerna antas därför i genomsnitt uppfylla balanskravet, men inte mycket mer. Antagandet ter sig rimligt i ljuset av att kommunerna under perioden 1993–2009 hade ett sparande på i genomsnitt nära 0 procent som andel av BNP.

Med denna utgångspunkt skulle det finansiella sparandet i staten för 2010–2014 uppvisa ett överskott i intervallet 15–30 miljarder kronor. Sammantaget ger detta en gradvis fallande nivå på statsskulden från 2009 års nivå på 1 189 miljarder kronor ned mot 1 100 miljarder kronor 2014.

En svårighet med denna ansats är att perioden fram till 2014 är så pass kort. Överskottsmålet brukar snarare appliceras på sjuårsperioder. Fram till 2014 är det rimligt att statsskuldens utveckling i första hand påverkas av konjunkturläget snarare än överskottsmålet.

Till resonemanget ovan måste även läggas att regeringen under förhållandevis långa perioder kan välja att avvika från det långsiktiga målet. Inte minst har det diskuterats att ambitionsnivån kanske ska höjas.

Prognoserna på statsskuldens storlek bygger på antagandet att vidareutlåningen till Riksbanken kommer att bestå. Vi räknar med att löpande refinansiera lån som tagits upp för Riksbankens räkning vartefter de förfaller. Skulle vidareutlåningen upphöra skulle statsskulden minska med motsvarande 100 miljarder kronor.

#### Prognoser på lånebehovet

Ett alternativt sätt att blicka framåt är att utgå från tillgängliga prognoser. Genom att ersätta riksdagens och regeringens ambition för den offentliga sektorns finansiella sparande med prognoser för statens nettolånebehov är det möjligt att få en kompletterande bild av statsskuldens utveckling de närmast kommande åren. Störst nytta av denna prognosinformation finns naturligtvis på kort sikt (inom ett par år), medan den på längre sikt snarast är att likna vid en konsekvensberäkning där utvecklingen tillåts styras av exempelvis demografiska förändringar.

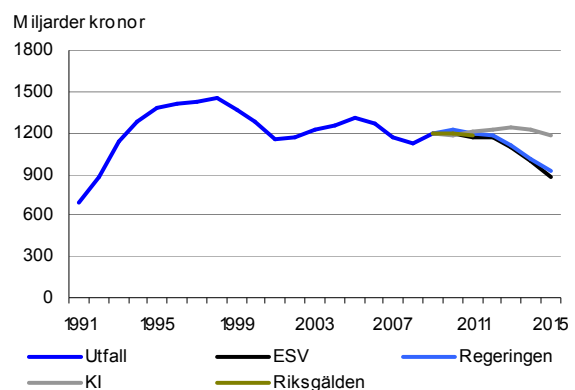
Riksgälden publicerar regelbundet prognoser över statens nettolånebehov för innevarande och nästkommande år. Enligt statsupplämningsrapporten från den 16 juni 2010 kommer budgetsaldot att ligga nära balans båda åren. Statsskulden beräknas stiga 2010 för att sedan minska 2011. Att statsskulden minskar 2011 trots ett positivt nettolånebehov beror på att insättningsgarantins fondmedel (21 miljarder kronor), som för närvarande är placerade i statsobligationer, väntas omvandlas till inlåning på

stabilitetsfondens konto i Riksgälden. Eftersom detta inte är en kassamässig transaktion påverkas inte nettolånebehovet, men statsskulden minskar till följd av en så kallad skuldkorrigerings.

Motsvarande bedömning görs av ESV, KI och regeringen.<sup>3</sup> Till skillnad från Riksgälden gör de dessutom prognoser på något längre sikt. Metoderna för dessa prognoser skiljer sig dock från metoderna för kortsiktsprognoerna. Bland annat används modeller enligt vilka ekonomin på några års sikt anpassas till ett balanserat resursutnyttjande. Dessutom förekommer det att prognoserna anpassas till riksdagens och regeringens ambition vad gäller den offentliga sektorns finansiella sparande, eventuellt med hänsyn taget till de demografiska förutsättningarna. Under dessa något olika förutsättningar tar ESV fram prognoser till 2014, medan såväl KI som regeringen tar fram prognoser som sträcker sig bortanför 2015.

Gemensamt för samtliga prognoser är att statsskulden förväntas stiga i år för att sedan sjunka (se figur 1). Vid utgången av 2010 beräknas skulden uppgå till cirka 1 200 miljarder kronor. För 2011 beräknas skulden uppgå till knappt 1 200 miljarder kronor och skillnaderna mellan prognoserna är, i ett riktlinjesammanhang, försumbara. Därefter gör KI bedömningen att statsskulden kommer att uppgå till cirka 1 220 miljarder kronor år 2014. Regeringen och ESV gör bedömningen att skulden minskar till ungefär 1 000 miljarder kronor.

Figur 1. STATSSKULDENS UTVECKLING, UTFALL 1991–2009 OCH PROGNOSE 2010–2015



För att tillförlitligt kunna tillgodogöra sig prognoserna är det nödvändigt att notera att det finns ett antal väsentliga skillnader dem emellan. Till att börja med ges prognoserna ut vid olika tidpunkter vilket medför att de kan bygga på olika

<sup>3</sup> Prognosen från ESV återfinns i Prognos juni 2010, KI avser redovisade uppgifter i Konjunkturläget juni 2010 och regeringens prognos kommer från Vårpropositionen för 2010.

makroekonomisk information och olika regelverk. ESV och regeringen gör prognoser för de första tre åren under antagande om oförändrade skatte- och bidragsregler, samt oförändrad inriktning av den offentliga konsumtionen. Undantaget är att regeringen i budgetpropositionen inkluderar effekter av de föreslagna åtgärderna. För åren därefter gör ESV inte någon prognos, samtidigt som flexibiliteten ökar i regeringens prognos; bland annat återspeglar regeringens prognos effekterna av demografiskt betingade behov av vård och omsorg. Det här innebär att den offentliga konsumtionen anpassas så att standarden per mottagare kan behållas oförändrad.

Till skillnad från ESV och regeringen gör KI en bedömning av den finanspolitiska inriktningen för samtliga kommande år. Åtgärder som påverkar det finansiella sparandet fördelas på inkomster, utgifter och offentlig konsumtion med stöd av schablonmässiga metoder. På längre sikt, i den så kallade medelfristiga kalkylen fram till och med 2020, justeras utgifterna enbart för offentlig konsumtion och transfereringar till hushållen. Därigenom anpassas det finansiella sparandet så att det uppgår till 1 procent av BNP i slutet av perioden. Alltså antas regeringen på sikt uppfylla överskottsmålet.

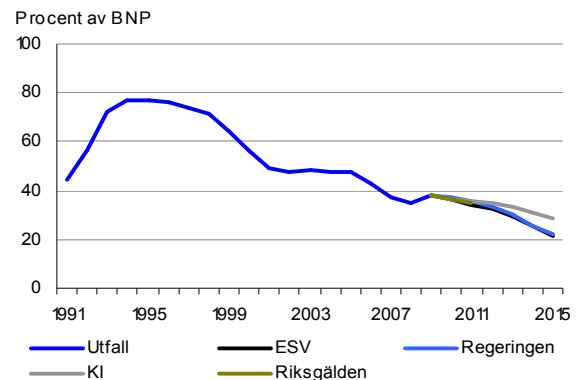
Metodskillnaderna medför att ESV förutspår en sjunkande statsskuld från och med 2011, medan KI antar att skulden kommer att öka. KI har beaktat en klart mer expansiv finanspolitisk inriktning 2011. Även regeringen förutspår en minskande statsskuld från och med 2011, men där nivån ligger högre än ESV. Detta kan bero på att regeringens prognos tagits fram innan de positiva rapporterna om den svenska ekonomins återhämtning under första kvartalet presenterats. Den beloppsmässiga skillnaden i statsskuld mellan ESV och regeringens prognoser jämfört med KI ökar till följd av de skilda antagandena om sjunkande respektive stigande skuld.

#### Slutsats

Riksdagens och regeringens överskottsmål för den offentliga sektorns finansiella sparande medför en långsiktigt fallande statsskuld. Vår räkneövning visar att statsskulden skulle falla till cirka 1 100 miljarder kronor om målet uppfylls för perioden 2010–2014.

Ett alternativt sätt att blicka framåt är att utgå från tillgängliga prognoser. De prognoser vi studerat visar att det finns flera olika bedömningar av statsskuldens utveckling. Prognoserna pekar på att statsskulden i runda tal uppgår till 1 200 miljarder kronor 2012 och till cirka 1 000 miljarder kronor för 2014. Beträktad som andel av BNP innebär det att skulden pendlar kring 30 procent (se figur 2). Resultaten är liktydiga med årliga finansiella sparanden i den offentliga sektorn på motsvarande 1 till 2 procent av BNP.

Figur 2. STATSSKULDENS UTVECKLING SOM ANDEL AV BNP, UTFALL 1991–2009 OCH PROGNOSE 2010–2015



Skillnaderna mellan prognoserna visar att förutsägelser om den framtida utvecklingen är behäftade med stor osäkerhet. En faktor som bidrar till denna osäkerhet är tolkningen av riksdagens och regeringens ambition vad gäller den offentliga sektorns finansiella sparande. I vilken grad kommer detta mål att vägas mot andra politiska prioriteringar? En ytterligare faktor som bidrar till osäkerheten är den konjunkturella utvecklingen. På några års sikt antas lånebehovet bestämmas av ett konjunkturläge med balanserat resursutnyttjande.

Sammantaget pekar ovanstående på att statsskulden kommer att sjunka under den period som årets riktlinjeförslag avser. Sålunda är det rimligt att i det följande grunda förslaget till riktlinjer för statsskuldens förvaltning på en skuld strax under 1 200 miljarder kronor under 2010 som kan förväntas minska till 1000 - 1 100 miljarder kronor mot slutet av 2014. Som andel av BNP innebär det att skulden kan komma att minska till cirka 30 procent. Prognosen gäller förutsatt att vidareutlåningen till Riksbanken består under perioden. Om vidareutlåningen skulle upphöra skulle statsskulden minska med motsvarande 100 miljarder kronor.

## 2.2 Avkastningskurvans egenskaper

Riksgäldens upplåning, vilken i princip svarar mot summan av nettolånebehovet och förfallande lån, görs i huvudsak på den svenska räntemarknaden. Villkoren för denna upplåning kan ur ett teoretiskt perspektiv beskrivas med hjälp av avkastningskurvan, det vill säga räntans nivå beskriven som funktion av dess löptid. De låneinstrument som utgör avkastningskurvan är i detta sammanhang statsskuldväxlar och statsobligationer. Notera speciellt att avkastningskurvan ger en ögonblicksbild av räntans nivå vid en marginell upplåning. I praktiken finns det begränsningar av den volym som kan lånas till en given ränta. För stora lånevolymer på en viss löptid är det rimligt att tro att räntan stiger inom detta segment.

De egenskaper hos avkastningskurvan som är av störst intresse är nivån och lutningen, där statsskuldens kostnader främst beror på nivån. Utbytesförhållandet mellan kostnad och risk beror dock på avkastningskurvans lutning. Dessutom påverkas risken av räntans volatilitet vid olika löptider, det vill säga hur mycket och hur snabbt räntan förändras. Visserligen kommer det omedelbara genomslaget på kostnaderna från skift i räntenivån att bero på den valda löptiden genom att löptiden avgör hur stor del av skulden som ränteomsätts under varje period. Om uppgångar och nedgångar i ränteläget på sikt tar ut varandra så kommer vinsten av att ha en lång skuld då räntorna stiger att reduceras av de förluster som uppkommer då räntekurvan skiftar ner igen. Resonemanget leder fram till att nivån i sig är av underordnad betydelse för valet av löptid och att utbytesförhållandet, det vill säga avkastningskurvans lutning, och förmågan att på kort sikt bära snabbt stigande räntor är det som primärt bör styra valet av löptid.

lakttagelsen att avkastningskurvan normalt har positiv lutning är det viktigaste skälet till att vi har eftersträvat en relativt kort löptid i statsskulden. Anledningen till att löptiden inte har gjorts ännu kortare har att göra med riskerna och marknadens begränsningar. En kort löptid innebär en större ränteomsättningsrisk (vid förfall måste kanske refinansieringen ske vid betydligt högre räntor), och större refinansieringsrisk (marknader och investerarbäsa kan krympa eller rent av försvinna). Det viktigaste instrumentet för att förkorta löptiden på obligationsupplåningen är att utnyttja ränteswappmarknaden. Denna är emellertid av begränsad storlek. En alltför omfattande användning av swappar skulle minska eller helt kunna ta bort lönsamheten i dessa.

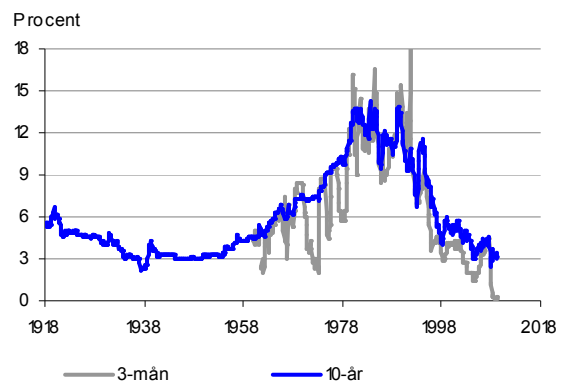
Risken för snabbt stigande räntor beror som sagt på räntans volatilitet men också på räntenivåerna i utgångsläget. Om nuvarande nivåer kan uppfattas som extremt höga eller låga utnyttjar vi normalt möjligheterna att ta positioner inom ramen för vår aktiva förvaltning. Vid ett tillfälle har vi dock vägt in sådana aspekter i den reguljära upplåningen: upplåningen på knappt 40 miljarder kronor i den 30-åriga statsobligationen som gavs ut i mars 2009 motiverades delvis av att den i ett mycket långt perspektiv borde bli billigare jämfört med till exempel upplåning i 10-åriga obligationer om 20 år.

#### Låga räntor

Det är svårt att säga vad som är en normal räntenivå, och därmed vad som kan förväntas i framtiden. Genom att studera historiska räntor (se figur 3) framgår att nivåer som förekommit under 2009 och 2010 är anmärkningsvärt låga. Det gäller för tremånadersräntan som har sjunkit till under en procent. Även den tioåriga statsobligationsräntan har varit och är mycket låg, klart under tre procent att jämföra med det senaste decenniet då den i runda tal fluktuerat mellan fyra och sex procent. Om blicken förflyttas längre tillbaka i tiden visar det sig att dagens räntor är betydligt lägre än de som

var förhärskande under 1970- och 1980-talen, men direkta jämförelser försvaras av att dagens räntemarknader inte har många likheter med de reglerade marknader som kännetecknade den tiden. Förvisso är dagens nivåer inte helt olika från 1920- fram till och med 1960-talet. Att gå så långt tillbaka i tiden gör dock jämförelser än mer osäkra beroende på att ekonomins funktionssätt kan ha förändrats på många olika sätt.

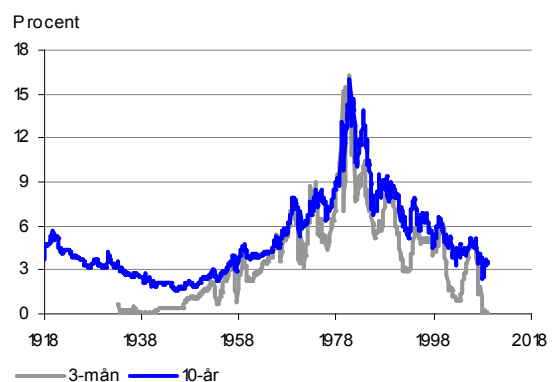
Figur 3. TIOÅRS- OCH TREMÅNADERS STATSRÄNTOR, SVERIGE



Källa: Reuters EcoWin.

Bilden av räntenivåer är dock i stort sett densamma om man studerar den amerikanska räntemarknaden (se figur 4), vilken till skillnad från den svenska marknaden inte har präglats av omfattande regleringar. Även på den marknaden var räntorna med lång löptid låga fram till 1960-talet, därefter steg de fram till 1980-talets början, för att sedan falla mot cirka fyra procent.

Figur 4. TIOÅRS- OCH TREMÅNADERS STATSRÄNTOR, USA



Källa: Reuters EcoWin.

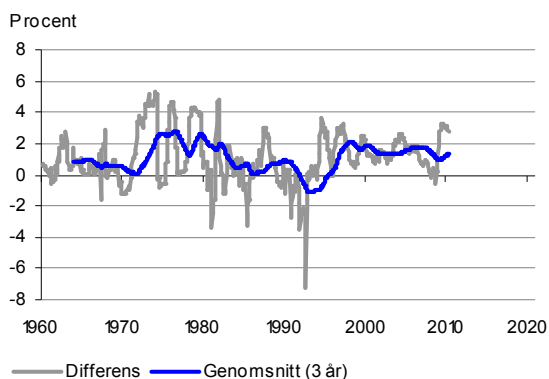
### Avkastningskurvan brantare än på länge

Skillnaden mellan nivån på den tioåriga räntan och dito på tremånadersräntan ger en uppfattning om avkastningskurvans lutning. Således är det bra att visa båda i samma diagram (se figur 3). Det visar sig bland annat att nivån på räntan för de två löptiderna följer varandra väl. Båda stiger och faller ungefär samtidigt. Tremånadersräntan har dock fluktuerat märkbart mer än tioårsräntan, speciellt fram till och med mitten av 1990-talet. Förändringen som då inträffade förklaras med största sannolikhet av den nya penningpolitiska regimen från november 1992 med rörlig växelkurs och inflationsmål om två procent per år. Även nedgången i räntenivån förklaras sannolikt av denna omläggning med en inbromsning av såväl inflationen som inflationsförväntningarna. Det innebär att vi med fortsatt trovärdigt prisstabilitetsmål får sätta en låg sannolikhet för att vi kommer tillbaka till de räntenivåer vi hade under 1970- och 1980-talen.

För att bättre kunna studera skillnaden mellan långa och korta räntor, det vill säga avkastningskurvans lutning, beräknas differensen mellan tioårsräntan och tremånadersräntan (se figur 5). Syftet är att se om det finns ett stabilt historiskt mönster.

Inledningsvis noteras avsaknaden av en tydlig koppling mellan avkastningskurvans nivå och dess lutning. Det framgår även att avkastningskurvan vanligtvis har varit positivt lutande. I genomsnitt har tioårsräntan överstigit tremånadersräntan med över 1 procentenhet. Den flacka räntekurva som kunde noteras i september 2008 var därför i viss mån avvikande, och har under 2009 förbytts i en räntekurva som är brantare än normalt. Därmed har det historiskt ofta förekommande mönstret, att avkastningskurvor med negativ lutning relativt snabbt återgår till positiv lutning, återigen upprepats.

Figur 5. SKILLNADEN MELLAN TIOÅRS OCH TREMÅNADERS STATSPAPPERSRÄNTA, SVERIGE

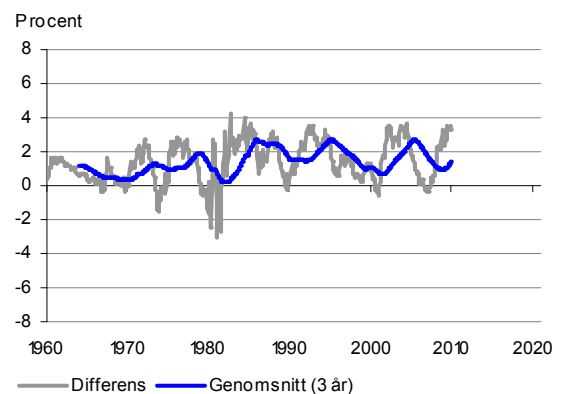


Källa: Reuters EcoWin.

Variationen i räntedifferensen har varit lägre sedan mitten på 1990-talet jämfört med perioden dessförinnan. Det kan vara en effekt av den nya penningpolitiska regimen med rörlig växelkurs, en oberoende centralbank och ett tydligt och trovärdigt inflationsmål. I den mån investerare litar på att inflationsmålet uppfylls bör variationen i inflationsförväntningarna minska, vilket i sin tur sänker investerarnas nominella avkastningskrav på långa placeringar. En trolig effekt av en oberoende centralbank och ett inflationsmål är alltså att den genomsnittliga variationen i räntedifferensen även fortsättningsvis kommer att vara lägre än under 1970- och 1980-talen då inflationen tidvis var mycket hög.

I likhet med ovanstående analys av räntans nivå noteras att datamaterialet sträcker sig över en period med olika penning- och valutapolitiska regimer, vilket gör att det kan vara värdefullt att jämföra med förhållandena på den amerikanska räntemarknaden (se figur 6).

Figur 6. SKILLNADEN MELLAN TIOÅRS OCH TREMÅNADERS STATSPAPPERSRÄNTA, USA



Källa, Reuters EcoWin.

På nytt konstateras att det grundläggande mönstret i USA är det samma som i Sverige. Långa räntor har över tiden varit markant högre än korta och perioder med flacka och inverterade kurvor är periodvis återkommande. En skillnad i mönstret som kan vara värt att nämna är att i USA förekommer inte någon nedgång i variationen i räntedifferensen. Det talar möjligen för att omläggningen av den svenska penningpolitiken har medfört att volatiliteten på den svenska räntemarknaden har minskat.

Nästa egenskap hos avkastningskurvan som är intressant att belysa närmare är om skillnaden mellan långa och korta räntor, sett över längre perioder, är stabil över tiden. Av denna anledning har ett glidande medelvärde som sträcker sig över fyra år inkluderats i figur 5 och figur 6.

Med undantag för några år i början av 1990-talet har medelvärdet på lutningen varit positivt för svensk del. Perioden med negativ lutning bör ha sin förklaring i den samtidiga nedväxlingen av inflationen som skedde i samband med övergången till inflationsmål för penningpolitiken. För USA har medelvärdet på lutningen i princip varit positivt under hela den studerade perioden. Vidare framgår att medelvärdet på lutningen för svenska räntor allt som oftast understigit två procent, och för amerikanska räntor gäller detta under hela perioden.

#### *Slutsats*

Den deskriptiva analysen av avkastningskurvans egenskaper pekar för det första på att räntenivåer kan variera markant över tiden. Med hänvisning till den stora osäkerhet som gäller för framtida nivåer är det svårt att bygga strategiska beslut på en prognos över dessa.

För det andra kan vi konstatera att lutningen i allmänhet är positiv och inte tycks ha någon direkt koppling till räntans nivå. Det bör således vara möjligt att uppnå låga förväntade kostnader för statsskulden till priset av högre ränteomsättningsrisk genom att ha en relativt kort löptid i statsskulden. En förutsättning är att avkastningskurvan i

framtiden kommer att ha samma egenskaper som under den analyserade perioden. Att så blir fallet vet vi självklart inte. Vi ser dock inte några avgörande skäl som talar för att egenskaperna kommer att förändras även om ett ökat inslag av matchning mellan tillgångar och skulder och nya regleringar av till exempel likviditetsreserver i bankerna skulle kunna innebära förändringar i avkastningskurvans lutning.

En annan förutsättning är att en vald strategi är möjlig att implementera med hänsyn till marknadsförutsättningar och våra krav på att det finns en väl fungerande infrastruktur och god likviditet på de instrument som utgör kärnan i vår upplåning, framför allt nominella statsobligationer. Andra restriktioner är den begränsade investerarbasen i statsskuldväxlar jämfört med den för nominella obligationer där vi har tillgång till en internationell förvaltarkrets, samt det relativt begränsade djupet på swappmarknaden. Swappar är kanske det viktigaste instrumentet för att förkorta löptiden i den nominella kronskulden. Swappade nominella obligationer innebär nämligen en mindre refinansieringsrisk jämfört med statsskuldväxlar och gör det samtidigt möjligt att upprätthålla god likviditet på marknaden för nominella statsobligationer.

# 3 Motivering till förslagen

*I detta avsnitt diskuterar vi först ett generellt behov av större flexibilitet i styrningen av statsskulden. Därefter berör vi statsskuldens löptid och motiverar vårt förslag att ändra löptidsstyrningen för den reala skulden och löptiden för den nominella skulden. Slutligen diskuterar vi på uppdrag av regeringen mandatet för positionstagande, både vad gäller strategiska kronpositioner och vad gäller ränte- och valutapositioner i utländsk valuta. Här föreslår vi dock ingen ändring.*

## 3.1 Styrningen av statsskulden och behovet av flexibilitet

Styrningen av statsskulden med årliga riktvärden för skuldandelar och andelarnas löptid har i sin nuvarande form använts i drygt tio år. I huvudsak har erfarenheterna varit goda. Det har emellertid under perioder visat sig vara svårt att kontinuerligt eller på kort sikt uppfylla alla riktvärden utan att åsidosätta det övergripande målet och andra delar av vår policy.

En orsak till svårigheterna är att upplåningen ett enskilt år är relativt liten i förhållande till hela skuldens storlek. Det gäller särskilt när budgetsaldot är positivt. Ändringar i upplåningens fördelning på olika instrument får därmed liten påverkan på andelar och löptid. Omvänt kan sägas att det krävs stora förändringar i upplåningens sammansättning för att åstadkomma en given ändring i löptid eller andel.

Under perioder då budgetsaldot snabbt ändras eller då det uppstår prognosavvikelser görs anpassningen av upplåning främst i de korta löptiderna inom ramen för likviditetsförvaltningen eller utgivningen av statsskuldväxlar och i vissa lägen med obligationer i utländsk valuta. Upplåning med nominella statsobligationer lämpar sig mindre väl för omfattande upplåning av stora volymer under en kort tidsperiod. Vi har bl.a. därför strävat efter att hålla upplåningen i nominella statsobligationer relativt konstant över tiden och låta utgivningsvolymen spegla det mer långsiktiga lånebehovet. Under en längre tidshorisont kan stora volymer lånas på denna marknad eftersom investerarsbasen är betydligt större än för kortare instrument. Ett annat skäl är att vi behöver främja likviditeten på denna marknad för att upprätthålla en god infrastruktur.

Likaså har vi ett åtagande att kontinuerligt förse marknaden med statsskuldväxlar vilket innebär att vi aldrig helt kan upphöra med denna upplåningsform även om vi under vissa perioder har kassaöverskott.

Dessa begränsningar i vår handlingsfrihet följer av vårt uppdrag att värda marknaderna för våra instrument. Det gör

vi i syfte att långsiktigt hålla nere kostnaderna och säkerställa att vi har möjlighet att täcka framtida lånebehov.

I den nominella kronskulden kan löptiden justeras med ränteswappar. Denna marknad är relativt begränsad och möjligheterna att parera löptidsändringar till följd av till exempel minskad kort upplåning är ibland inte tillräckliga för att upprätthålla löptidsmålet.

Styrningsmöjligheterna är särskilt begränsade när det gäller realskuldens andel. Om till exempel statsskulden minskar snabbt har vi inga egentliga möjligheter att i motsvarande takt minska realskulden. Det är orimligt dyrt att göra återköp och förfallen av realobligationerna är rätt glest fördelade över tiden. Över tiden har styrningen av andelen därför kommit att avse längre tidshorisont än ett år.

Till saken hör att flexibiliteten i styrsystemet i vissa avseenden minskat över tiden. Under de första åren av riktlinjestyrning angavs inga löptidsmål alls för realskulden. Det fanns endast ett mål för den sammantagna nominella skulden (i kronor och utländsk valuta). I dag anges separata löptidsmål för samtliga tre skudslag. Löptidsmålet för realskulden innebär något tillspetsat att Riksgäldens skulle behöva begära ett regeringsbeslut om ändrade löptidsmål varje gång ett nytt lån ska introduceras. Det är inte ändamålsenligt med en sådan detaljstyrning från regeringens sida. Sådana beslut har inte strategisk betydelse. I årets riktlinjer förslår vi därför att styrningen av realskuldens löptid ska ske inom ett intervall snarare än mot ett med en decimal angivet riktvärde.

De erfarenheter vi så här långt har haft av andels- och löptidsstyrning tyder på ett behov av större flexibilitet inom ramen för något vidare ramar i riktlinjerna. Denna fråga har också aktualiserats i regeringens utvärdering och uppdrag till Riksgälden. Inte minst har den utredare regeringen anlidade i samband med den senaste rapporteringen till riksdagen berört behovet av större flexibilitet.

Riksgälden leds numera av en styrelse med fullt ansvar. Det ger också anledning att överväga ett större utrymme för

Riksgälden att inom riktlinjerna självständigt fatta beslut om förvaltningen av statsskulden.

Vi föreslår därför även att utrymmet för att ta positioner avseende kronans växelkurs ska ligga kvar på den större volymen som regeringen beslutade om under våren 2009. Dessa förslag skulle innebära ett något större inslag av flexibilitet.

Vi kommer under det kommande året att fortsätta analysen av hur styrningen av statsskuldsvärdet ska kunna göras mer ändamålsenlig. I det perspektivet kan större flexibilitet i riktlinjerna visa sig vara lämplig. Vi återkommer med ett sådant förslag i vårt förslag till riktlinjer för 2012.

## 3.2 Statsskuldens löptid

### 3.2.1 Den reala skuldens löptid

Vi föreslår att den reala kronskuldens löptid vid slutet av 2011 ska vara mellan 8 och 10 år. Vid slutet av 2012 och 2013 ska löptiden preliminärt vara mellan 9 och 11 år.

Detta syftar inte till att ändra löptiden i någon viss riktning utan innebär en mindre ändring av styrningen. I stället för att riktvärdet anges som en punkt med en decimal, anges riktvärdet som ett intervall.

Riksgälden har begränsade möjligheter att styra realskuldens löptid. Realobligationsmarknaden är betydligt mindre likvid och djup än marknaden för nominella obligationer. Vi har få utestående lån vilket ger oss liten flexibilitet i upplåningen. Dessutom är emissionsvolymerna små i förhållande till stockens storlek varför emissioner får liten effekt på den totala löptiden. Vi ser heller ingen möjlighet att använda oss av derivat i dagsläget eftersom marknaden för inflationsderivat ännu är relativt outvecklad.

De senaste åren har vi av operativa skäl föreslagit ett riktmärke för löptiden baserat på rådande emissionsplan för realobligationer. Då vi planerar att ge ut nya reallån de närmaste åren är det svårare än tidigare att prognostisera realskuldens löptid. I år introduceras en sjuårig realobligation och nästa år kommer vi att ge ut en ny längre obligation. Osäkerheten i prognosen beror delvis på att vi ännu inte fastställt löptid för det längre lånet. Det är också svårt att bedöma hur stort intresset kommer att vara för byten till de nya obligationerna.

Mot den bakgrunden bedömer vi att det skulle vara i det närmaste ogörligt att styra realskuldens löptid mot ett exakt riktvärde utan föreslår i stället ett löptidsintervall. För utgången av 2011 föreslår vi att realskuldens genomsnittliga räntebindningstid ska vara mellan 8 och 10 år. I slutet av 2012 och 2013 räknar vi med att löptiden bör ligga mellan 9

och 11 år. Det högre riktvärdet under den senare perioden avspeglar att ett reallån förfaller 2012, vilket höjer den genomsnittliga löptiden.

Utfallet inom intervallet kommer att avgöras av vilket löptid i de nya realobligationerna vi beslutar om och investerarnas intresse av att delta i de byten som kommer att genomföras för att bygga upp de utestående volymerna.

I förlängningen har vi ambitionen att etablera en mer långsiktigt stabil löptidsstruktur för realskulderna. Det skulle då vara möjligt att definiera en önskvärd löptid som genomsnitt över en viss tidsperiod, exempelvis rullande 5-årsperioder. Vi kommer att arbeta vidare med strategin för realskulderna och avser att återkomma med en djupare analys i nästa års riktlinjeförslag.

### 3.2.2 Den nominella kronskuldens löptid

Vi föreslår en viss förkortning av den nominella kronskuldens räntebindningstid för löptider upp till 12 år. Justeringen från 3,2 till 3,1 år görs av operativa skäl.

Mot bakgrund av att korta räntor är lägre än längre obligationsräntor har vi strävat efter en kort löptid utan att riskera likviditet och investerarbas i vår kärnupplåning på obligationsmarknaden. Detta begränsar omfattningen av upplåningen i statsskuldsväxlar. Möjligheten att använda ränteswappar begränsas av djupet på denna marknad.

För närvarande är både räntor på statsskuldsväxlar och längre obligationer historiskt mycket låga. Det kan inte uteslutas att avkastningskurvan de kommande åren blir flackare än tidigare eller att det till och med sett över en längre tidshorisont blir billigare att låna med längre fast ränta jämfört med att rulla kort upplåning.

Våra möjligheter att agera på denna typ av bedömningar är ytterst begränsade: beroende på både begränsad efterfrågan på längre papper och vårt måttliga lånebehov. Man bör också beakta att ändringar i hur våra relativt små emissionsvolymerna fördelas mellan olika löptider inte kan ge annat än marginella effekter på kostnaderna. En avgörande faktor är också att den utestående stocken av statsskuldsväxlar inte gärna kan minskas mycket mer. Våra planerade swappar för 2011 är redan så små att de inte kan minskas ytterligare för att t.ex. förlänga löptiden.

Om vi skulle göra bedömningen att kostnaderna skulle kunna sänkas genom att utnyttja det faktum att långa räntor är historiskt låga, skulle det i så fall vara lämpligt att göra detta inom vår aktiva förvaltning. Den internationella räntemarknaden erbjuder ett mer kostnadseffektivt sätt att skapa en önskvärd exponering tack vare större djup och bättre likviditet. Det skulle dessutom vara lättare att utvärdera en sådan strategi i aktiv förvaltning än inom ramen för den

reguljära upplåningen. Den reguljära upplåning som styrs av riktlinjerna erbjuder normalt inte rimliga förutsättningar för att utnyttja mer eller mindre tillfälliga marknadsförhållanden för att sänka kostnaderna för statsskulden.

De planerade swapparna för 2011 är i praktiken så begränsade att de inte kan dras ned för att parera en oväntad löptidsförkortning. Om t.ex. lånebehovet skulle bli större än vi räknat med kommer initialt växelupplåningen att öka med åtföljande förkortning av löptiden. För att motverka detta utan att behöva öka obligationsupplåningen snabbt är det bästa medlet att minska swappvolymerna. En signifikant närvaro på swappmarknaden ger oss en flexibilitet att öka eller minska swappvolymen i syfte att justera löptiden.

I linje med vår strävan att vara förutsägbara vill vi ogärna stänga befintliga swappar eller göra swappar i syfte att förlänga löptiden, dvs. där vi betalar fast ränta. Det kan även uppstå onödiga transaktionskostnader om vi stänger befintliga swappar.

För att upprätthålla tillräcklig handlingsberedskap vore det därför önskvärt att öka swappvolymen kommande år. Detta resulterar allt annat lika i en något kortare löptid. Av det skälet föreslår vi en viss förkortning av löptidsmålet.

Skulle avkastningskurvan även framgent ha positiv lutning skulle en sådan förkortning också sänka kostnaderna för statsskulden. Eftersom obligationsräntorna är mycket låga är dock inte kostnadsargumentet avgörande i nuläget.

I nästa års riktlinjer kommer vi att diskutera möjligheterna att öka flexibiliteten av styrning av löptiden, så att vi själva i viss utsträckning kan anpassa upplåningens sammansättning till löpande förändringar i marknadsförutsättningarna och oväntade ändringar i lånebehovet.

### 3.2.3 Nominell löptid längre än 12 år

För den nominella kronskulden finns i riktlinjerna ett tak för den utestående volymen i löptider över 12 år. Vi föreslår att taket ska vara 65 miljarder kronor. Nivån är densamma som i gällande riktlinjer för 2011.

I dag har vi endast en nominell kronobligation med löptid längre än 12 år, det 30-åriga lånet 1053. Den utestående volymen i lånet uppgår för närvarande till ca 40 miljarder kronor.

Vi avser inte att använda obligationen i vår reguljära finansiering och har inte någon strategi att öka den utestående volymen i löptider över 12 år. Det kan bli aktuellt att vid enstaka tillfällen emittera i långa obligationer för att främja likviditeten i marknaden eller för att utnyttja tillfällen med stark efterfrågan på lång löptid.

Därmed ser vi inte något behov av att specificera taket för enskilda år utan bedömer att nuvarande tak på 65 miljarder kronor är tillräckligt.

### 3.2.4 Valutaskuldens löptid

När det gäller valutaskuldens löptid ser vi heller inget skäl att specificera löptiden för enskilda år. Vi föreslår att valutaskuldens löptid ska hållas oförändrad på 0,125 år tillsvidare. Riktvärdet för löptiden behöver således inte anges för respektive år.

## 3.3 Maximal volym för att tillgodose behovet av statspapper

Den maximala volymen anges i nuvarande riktlinjer till 200 miljarder kronor för 2010. Behov av lån vid hot mot den finansiella stabiliteten är svåra att förutse under den tidshorisonten som riktlinjerna avser.

Vårt förslag är att det nuvarande taket kan gälla tills vidare så att Riksgälden snabbt kan fatta beslut om ett behov plötsligt uppstår. Det finns ingen anledning att specificera ett visst belopp för varje enskilt år.

## 3.4 Mandatet för positionstagande

### 3.4.1 Strategiska positioner i kronans växelkurs

Vi föreslår att positioner i kronor mot andra valutor begränsas till maximalt 50 miljarder kronor, dvs. oförändrade riktlinjer. Uppställning och språk i riktlinjerna som avser positionstagning har dock redigerats utan att sakinnehållet ändrats.

Under våren 2009 begärde Riksgälden hos regeringen att riktvärdet för positioner i kronans växelkurs skulle höjas från 15 till 50 miljarder kronor. Bakgrunden var den extremt svaga kronkursen under 2009. Kronkursen påverkades av den internationella finansmarknadskrisen, den djupa lågkonjunkturen och bland annat osäkerheten om krisen i de Baltiska länderna skulle komma att påverka den svenska banksektorn. I det läget fanns också en betydande osäkerhet om hur mycket lånebehovet skulle påverkas.

I syfte att skapa beredskap för omfattande upplåning som samtidigt skulle kunna tas upp till så låga kostnader som möjligt bedömde vi att det fanns skäl för en ökad valutaupplåning. Valutaupplåningen blir en billig upplåningsform om lånen tas upp till svag kronkurs och betalas tillbaka när kronan stärks.

Under våren 2009 omvandlades kronupplåning till valutaexponering genom att vi köpte kronor på termin gentemot euron. På så sätt uppstår en valutaexponering på samma sätt som vid ett vanligt valutalån.



Den position i kronans växelkurs som vi byggde upp under 2009 motsvarande 50 miljarder kronor och hade vid halvårsskiftet sänkt räntekostnaderna inklusive växelkurseffekter med mer än 4 miljarder kronor.

För att göra det möjligt att skapa valutaskuld på detta sätt genom att utnyttja den svaga kronan krävdes att vi först fick begära hos regeringen att ta positioner motsvarande en större volym än de 15 miljarder kronor som tidigare gällde. Detta innebar att positionen kunde byggas upp först efter ett regeringsbeslut.

I samband med diskussionen om utvärdering av statsskuldsvältningen under 2009 har frågan om utformningen av beslutsprocessen kring positionstagning väckts. Om Riksgälden haft möjlighet att fatta beslut om en större position hade den kunnat byggas upp snabbare.

Vårt förslag är att Riksgälden skulle kunna få ett större handlingsutrymme att ta positioner i kronans växelkurs om det nuvarande taket på 50 miljarder kronor behålls även efter att den nuvarande positionen avvecklats.

I situationer av mer extrem karaktär av den typen som rådde under 2009 finns det då möjlighet att ta större positioner utan att först invänta ett regeringsbeslut. Vid tidigare tillfällen då Riksgälden tagit positioner i kronans växelkurs har normalt hela utrymmet utnyttjats. Utrymmet har då inte varit större än vi antingen inte tagit någon position alls eller utnyttjat hela utrymmet.

Med en övre gräns på 50 miljarder kronor finns det ett bättre utrymme för att välja omfattning av positioner baserat på förväntad vinstpotential utan att riskerna blir för stora. Vid tillfällen då det kan vara motiverat att ta en kronposition utan att växelkursen för den skall nå de extremt svaga nivåer som rådde under 2009 är det naturligt att endast en del av utrymmet används.

Volymen på 50 miljarder kronor är rimligt stor med tanke på statsskuldens och valutamarknadens storlek. Större positioner än så blir svåra både att bygga upp och avveckla. Man bör betänka att det tog ca 10 månader att bygga upp positionen under 2009.

### 3.4.2 Positioner i utländsk valuta

Vi föreslår oförändrade riktlinjer för positionstagning i utländsk valuta.

Riksgälden har mandat att ta strategiska och taktiska ränte- och valutapositioner i utländsk valuta i syfte att minska kostnaderna för statsskulden. Vi ser ingen anledning att ändra inriktningen eller formerna för denna verksamhet. Vårt förslag är att riktlinjerna för positionstagande i utländsk valuta bibehålls i form av ett enhetligt formulerat riskmandat,

angivet i termer av daglig Value-at-Risk (VaR), enligt den modell som tillämpats sedan 2007.

Positioner bör som tidigare bara tas via derivat. Sådana derivatpositioner bör bokföras i en egen portfölj och löpande marknadsvärderas. Det har en rad fördelar. Genom att vi använder derivat säkerställer vi att positioner kan avvecklas. På så sätt kan vi välja att realisera vinster, om de bedömningar som gjorde att positionen togs visar sig riktiga. Vi får också möjlighet att stänga en position om vi ändrar vår bedömning eller om utvecklingen går åt oväntat håll, dvs. vi får instrument för att löpande kontrollera riskerna och begränsa förlusterna.

Vårt positionstagande i utländsk valuta sker sedan mycket länge enbart via derivat. Det gäller både den löpande aktiva förvaltningen i utländsk valuta och de dollar/euro-positioner som vi tog 2000 och 2007.

Principen om att positioner ska tas med hjälp av derivat underlättar avsevärt resultatmätning och utvärdering av positionstagandet samtidigt som det håller nere transaktionskostnaderna och ökar flexibiliteten. I ett teoretiskt perspektiv avviker emellertid inte kostnadsminimering genom positionstagning på något avgörande sätt från den kostnadsminimering som styrningen av den egentliga skulden i utländsk valuta är inriktad på. En strategisk position i euro mot dollar, via derivat, kan jämföras med en ändring av andelarna för euro och dollar i riktmärket för valutafördelningen i valutaskulden, via direkt upplåning eller derivat.

#### *Riskmandatets utformning och användning*

Förslaget är att regeringen fortsatt ska ange ett riskmandat i termer av ett dagligt Value-at-Risk-mått (VaR) i miljoner kronor. Inom den ramen får Riksgälden besluta om och hur mandatet ska utnyttjas.

Metoderna för beräkning av VaR och detta måtts tillämpning för riskhantering är så pass standardiserade och etablerade inom finansförvaltning att detta är en fördel i sig. Grundtanken bakom VaR är också intuitivt tilltalande. Genom att ange en viss förlustnivå och en viss sannolikhet för att förlusten inte ska bli större än så ger det huvudmannen möjlighet att uttrycka en uppfattning om vad som utgör ett önskat risktagande.

Ett VaR-mandat på t.ex. 600 miljoner kronor (daglig VaR och en sannolikhet på 95 procent), betyder det att det är 5 procents sannolikhet att förlusten blir 600 miljoner eller mer på daglig basis. Annorlunda uttryckt, uppdragsgivaren är beredd att acceptera en förlust på 600 miljoner eller mer var tjugonde dag. Den andra sidan av detta är förstås att ett större riskmandat ger utrymme för större positioner och att resultatet – om de bakomliggande bedömningarna infrias –

kan bli mer gynnsamt. Med noll i riskutrymme blir också resultatet noll.

VaR-beräkningar bygger på en rad antaganden och på historiska data, vilket gör att det är osäkert om de ger en rättvisande bild av kommande perioder. Det finns därför en viss sannolikhet att resultatet blir något annat än vad modellen förutsäger, t.ex. att mer (eller mindre) än 5 procent av förlusterna under någon period hamnar över VaR-gränsen. VaR-måttet ger ändå en ram för diskussion om val av risknivå i positionstagandet som är långt tydligare än vad som har funnits i tidigare styrmodeller.

#### *Riskmandatets storlek*

Riskmandatet för positionstagning i utländsk valuta mätt i termer av Value-at-Risk bör sättas till ungefär samma nivå som vi hittills har arbetat med, inklusive den aktiva förvaltningen i utländsk valuta (där mandatet är på 220 miljoner kronor). För att få en uppfattning om hur hög den nivån är, samt hur mycket risk Riksgälden har haft i sina tidigare styrelsepositioner, redovisar vi några beräkningar.

De (hypotetiska) positioner i utländsk valuta vi tittar på är en ränteposition på den europeiska marknaden och en strategisk valutaposition mellan euro och dollar som motsvarar den position vi tog år 2000. Beräkningarna baseras på de fem senaste årens dagliga marknadsprisförändringar. Dessa marknadsnoteringar antas representera morgondagens möjliga utfall. För varje observation beräknar vi positionens värdeförändring. Från denna avkastningsserie beräknar vi sedan den 95:e percentilen som ett mått på positionens dagliga Value-at-Risk. Utöver detta redovisar vi den största uppmätta negativa värdeförändringen i avkastningsserien. Det ger en indikation på hur mycket marknadsvärdet skulle kunna förändras vid ett stressscenario. Resultaten sammanfattas i tabell 1.

Vi börjar med att titta på räntepositionen. Vi antar ett scenario där tioårsräntan på den europeiska marknaden anses omotiverat låg och Riksgälden tar en position för höjda räntor via futureskontrakt. Ränterisken i positionen beräknas till ungefär dubbla den maximala ränterisken som tillåts i den löpande aktiva förvaltningen, dvs. 4,5 miljarder kronor.

Resultaten visar att 95-procentig VaR uppgår till 450 miljoner kronor. Det innebär att med 95 procents sannolikhet skulle räntepositionen inte leda till större förluster än 450 miljoner kronor under en dag. Den största förlusten en dag uppgår till 1100 miljoner kronor. Den historiska simuleringen över 15 år visar att förlusten med 95 procents sannolikhet blir mindre än 300 miljoner kronor.

En valutaposition likvärdig med den som Riksgälden tog i slutet av 2000, motsvarande 24 miljarder kronor, för en svagare dollar ger ett dagligt VaR-värde på 330 miljoner. Den

största förlusten en dag uppgår till 1100 miljoner kronor. Den historiska simuleringen över 15 år visar att förlusten med 95 procents sannolikhet blir mindre än 390 miljoner kronor.

*Tabell 1. Daglig VaR och historiskt resultat för olika positioner samt riskmandat för aktiv förvaltning, miljoner kronor*

	Daglig VaR (95 %)	Historisk simulering	Sämsta utfall 1 dag
<i>Beräknad risk för</i>			
Ränteposition	450	300	1100
Euro/dollar- position	330	390	1100
Totalt inkl. diversifiering	650	500	1400
Totalt exkl. diversifiering	780		
<i>Riskmandat och riskutnyttjande aktiv förvaltning:</i>			
Riskmandat	220		
Riskutnyttjande*	40		

\* Genomsnittligt dagligt VaR 2006-2009.

De redovisade beräkningarna ger en uppskattning av vilken risk Riksgälden har haft i sina tidigare styrelsepositioner och vilken risk som Riksgäldskontoret haft möjlighet att ta. Till detta ska läggas den aktiva förvaltningens riskmandat på 220 miljoner kronor. Om riskmandatet på 600 miljoner kronor ska rymma alla positionerna, plus den aktiva förvaltningens mandat (780+220), kan denna siffra tyckas något låg. I realiteten borde detta inte vara något problem. För det första är sannolikheten liten att Riksgälden skulle ta två så stora strategiska positioner samtidigt. För det andra är det sällan som den aktiva förvaltningen utnyttjar hela sitt mandat. För det tredje leder en sammanslagning av de olika positionerna till diversifieringseffekter som reducerar den sammanlagda VaR-siffran. Följaktligen föreslår vi att riskmandatet kvarstår på 600 miljoner kronor, mätt som daglig VaR vid 95 procents sannolikhet.



Besöksadress: Norrlandsgatan 15, Postadress: SE-103 74 Stockholm, Telefon: 08-613 45 00  
Fax: 08-21 21 63, E-post: riksgalden@riksgalden.se, Internet: www.riksgalden.se