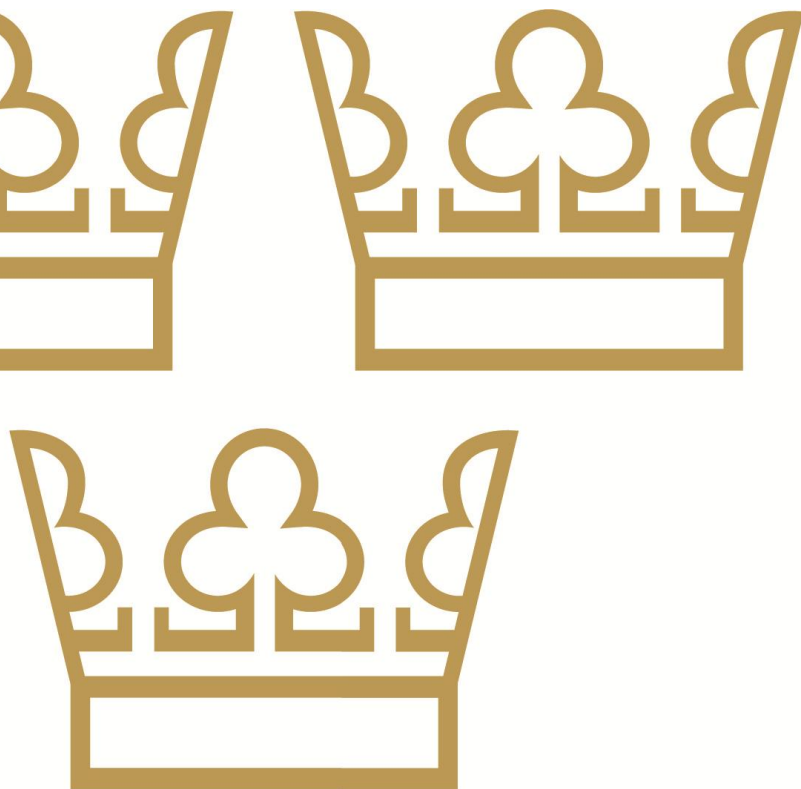


# Statskuldens förvaltning

*Förslag till riktlinjer 2012-2014*



SAMMANFATTNING	1
FÖRSLAG TILL RIKTLINJER 2012–2014	2
Statsskuldsförvaltningens mål	2
Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål	2
Riktlinjeprocessen	2
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	2
Statsskuldens löptid	3
Kostnad och risk	3
Marknads- och skuldvard	3
Positionstagande	3
Upplåning på privatmarknaden	4
Lån för att tillgodose behovet av statslån	4
Medelsförvaltning m.m.	4
Samråd och samverkan	4
Utvärdering	4
FÖRUTSÄTTNINGAR	5
1 Statsskuldens utveckling fram till 2015	5
2 Marknadsförutsättningar	8
MOTIVERING TILL FÖRESLAGNA ÄNDRINGAR	10
1 Löptiden i statsskulden	10
2 Upplåning på privatmarknaden	11
ANALYSER OCH UTREDNINGSSVAR	12
1 Uppdraget	12
2 Andelar och löptider	12
3 Beredskap och refinansieringsrisker	21
4 Privatmarknadsupplåning – mål och utvärdering	28

# Sammanfattning

Riksgälden lämnar här förslag till riktlinjer för 2012–2014. För 2013 och 2014 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.

2010 gav Regeringen Riksgälden ett utredningsuppdrag som omfattade tre delar. Den första delen innebar att utreda hur mandatet för positionstagande bör se ut. Den andra delen bestod i att analysera hur skuldslagens andelar och löptid bör hanteras i en situation med betydligt högre respektive lägre statsskuld. Den sista delen gällde arbete med att förbättra jämförelsen mellan upplåning på privatmarknad och statspappersmarknad.

Mandatet för positionstagande avhandlades i förra årets riktlinjeförslag. I år gör vi en första avrapportering av scenarioanalysen för andelar och löptider. Vi redovisar även en analys av hur upplåningen på privatmarknaden utvärderas.

Uppdraget att analysera strategin för statsskuldsvärdningen i olika scenarier för skuldens storlek är omfattande. Som ett första steg presenterar vi tentativa slutsatser baserat på främst kvalitativa analyser. Vi kommer att arbeta vidare med kvantitativa analyser av löptider och andelar och lämnar en slutrapport i nästa års riktlinjeförslag.

Scenarioanalysen har därför inte givit upphov till några konkreta förslag till ändringar i årets riktlinjer. Arbetet med utredningsuppdraget som rör privatmarknad har resulterat i ett ändringsförslag då vi ser skäl att förtydliga målet för privatmarknadsupplåningen.

Erfarenheterna av krisen som pågått sedan 2007 visar att investerare inte längre generellt ser statsobligationer som en riskfri tillgång. För vissa länder har refinansieringsrisken, det vill säga risken att vid behov inte kunna ta upp nya lån, varit påtaglig på senare tid. Det mycket svårt att se ett scenario där den svenska staten skulle drabbas av refinansieringsproblem. För att minimera refinansieringsrisken även på längre sikt är det dock viktigt att säkerställa infrastruktur, investerarbäda och likviditet i våra lånemarknader.

Slutsatserna av analysen av en lägre statsskuld är att utredningsuppdraget bör vidgas till en bredare diskussion om följderna av en sådan utveckling och de åtgärder som den kan motivera. Analysen visar att det kan finnas skäl att ha en viss minsta upplåning i den nominella obligationsmarknaden. Det bör därför uppdras åt Riksgälden att när den miniminivån riskerar att underskridas låna mer än vad som krävs för att finansiera budgetsaldot och andra löpande betalningar.

Sådan extra upplåning skulle ge staten ett kassaöverskott. Vi bedömer att överskottet skulle kunna placeras med låg risk och ändå ge tillräcklig avkastning för att täcka kostnaden för lånen. Möjligheten att behålla en viss årlig lånevolymer skulle därför utgöra en billig försäkring mot risken att marknaden försämras. Tillgångsportföljen kan dessutom fungera som buffert och ge visst skydd på kort sikt i en eventuell framtida kris.

Vi föreslår att den *nominella kronskuldens löptid* för löptider till och med tolv år ska vara mellan 2,7 och 3,2 år. En för snäv styrning av statsskulden riskerar att bli ineffektiv och kostsam. Vi bedömer att löptidsstyrning inom ett målintervall skulle vara mer ändamålsenligt än styrning mot ett exakt punktvärde.

När lånebehovet minskar kan det bli svårare att styra skulden i termer av andelar och löptider. Eftersom lånevolymer är små i förhållande till den utestående skuldstocken får emissionerna liten effekt på skuldens sammansättning. Dessutom behöver vi ta större hänsyn till efterfrågan och prioritera upplåningen så att vi på bästa sätt upprätthåller en fungerande marknad. Övriga avvikelser från prognosen för lånebehovet får också större genomslag på den totala genomsnittliga löptiden.

Mitten av intervallet motsvarar en något kortare räntebindingstid än nuvarande riktvärde. Skuldens löptid förkortas med automatik om emissionsvolymen är liten i förhållande till den utestående stockens storlek, även om vi främst ger ut långa obligationer. En kortare löptid kan även motiveras ur kostnads- och risksynpunkt då statsskulden minskar.

För *löptider över 12 år* föreslår vi att taket för den utestående volymen behålls på 65 miljarder kronor.

Den *reala kronskuldens löptid* föreslås vara mellan 7 och 10 år. Baserat på prognoser för lånebehovets utveckling och på den planerade upplåningen i realobligationer räknar vi med att kunna hålla realskuldens löptid inom det föreslagna intervallet de närmaste åren.

Vi föreslår att *valutaskuldens löptid* hålls oförändrad på 0,125 år. Vi föreslår heller inga ändringar i *skuldandelarna*. Det innebär att den reala skulden långsiktigt ska vara 25 procent av skulden och valutaskulden 15 procent.

# Förslag till riktlinjer 2012–2014

*Vi ger här vårt förslag till riktlinjer för statsskuldförvaltningen under 2012–2014. För 2013 och 2014 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 statsskuldförvaltningen har också relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) samt förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret tagits med.*

## Statsskuldförvaltningens 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 avvikelsetervall 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

- | Nuvarande lydelse                                                                                                                                               | Föreslagen lydelse                                                                                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 15. Den nominella kronsskuldens löptid för löptider till och med tolv år ska vara 3,1 år.                                                                       | 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 taket för den utestående volymen vara 65 miljarder kronor                                                                     |                                                                                                          |
| 17. Den reala kronsskuldens 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. Den reala kronsskuldens löptid ska vara mellan 7 och 10 år.                                          |
| 18. Valutaskuldens löptid ska vara 0,125 år.                                                                                                                    |                                                                                                          |
| 19. Riksgälden ska besluta om avvikelseintervall för löptiderna                                                                                                 |                                                                                                          |

#### Kostnad och risk

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

#### Marknads- och skuldvård

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

#### Positionstagande

29. Riksgälden får ta positioner i *utländsk valuta* och *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).
30. *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.
31. *Strategiska positioner i kronans valutakurs* begränsas till maximalt 50 miljarder kronor och ska byggas upp och avvecklas gradvis samt annonseras i förväg.
32. 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

#### Nuvarande lydelse

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

#### Föreslagen lydelse

33. 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

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

35. 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.

36. 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.

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

38. 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

39. 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.

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

41. 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

42. 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.

43. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bland annat avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvärdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.

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

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

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

# Förutsättningar

Statsskuldens storlek och det kommande lånebehovet påverkar inriktningen av statsskuldsvälningen. 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. Därefter diskuterar vi de marknadsmässiga förutsättningarna och hur dessa påverkar statsskuldsvälningen.

## 1 Statsskuldens utveckling fram till 2015

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).

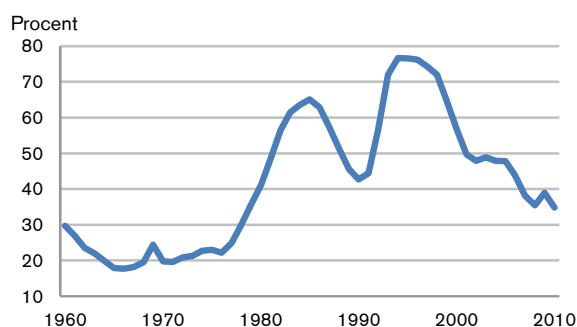
Förutom nettolånebehovet påverkas statsskulden även av skulddispositioner, vilket är förändringar på statsskulden som inte motsvaras av någon förändring i nettolånebehovet. Det kan exempelvis vara omvärdering av skulden i utländsk valuta till aktuella valutakurser och realobligationer i svenska kronor 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 uttryckt som andel av BNP 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 35 procent 2010.

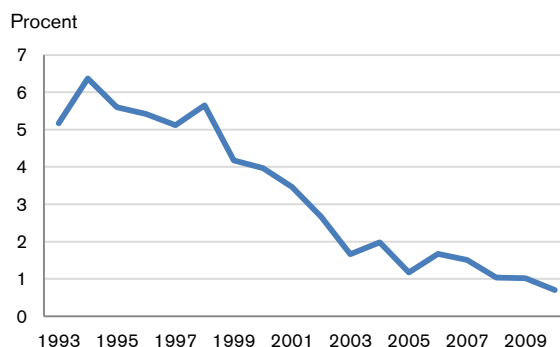
Diagram 1 STATSSKULDEN SOM ANDEL AV BNP 1960–2010



Källa: Riksgälden

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 överskottsmål för hela den offentliga sektorn. 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, 1993-2010



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 mark-

nadsräntor. Det finanspolitiska ramverket och den reformerade 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 i förhållande till BNP. Tillväxten i svensk ekonomi påverkar viktiga skattebaser som exempelvis konsumtion och löner. Utgifterna är också konjunkturberoende men känsligheten har minskat eftersom regelverket för olika ersättningsystem 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 inkomstutvecklingen, alternativt uttrycks i nominella belopp. På kort sikt finns det en eftersläpning innan tillväxten i omvärlden får verkan på svenska statsfinanser, men på några års sikt är effekten betydande.

#### *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 2015.

#### *Finanspolitik*

Regler för skattesystem och utgifter kan ändras. 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.

#### *Beteendeförändringar*

Förändrade regler i skatte- och transfereringssystemen påverkar hushållens och företagens beteende. I vissa fall är syftet med en reform uttryckligen att förändra beteendet. I andra fall kan en beteendeförändring vara en oavsiktlig konsekvens av en regeländring. Stundtals uppkommer beteendeförändringar direkt, i andra fall kan processen ta flera år. Oavsett är det mycket svårt att på förhand beräkna och förutse hur beteendeförändringar påverkar de offentliga finanserna och dessa utgör därför en betydande osäkerhet vid bedömningar av den framtida utvecklingen.

#### *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, men har 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 fyra officiella bedömare som gör prognoser på offentliga finanser. Det är regeringen, Ekonomistyrningsverket, Konjunkturinstitutet och Riksgälden. Syftet med prognoserna och metoderna för dem skiljer sig till viss del åt liksom avgränsningen vad myndigheterna gör prognos på.

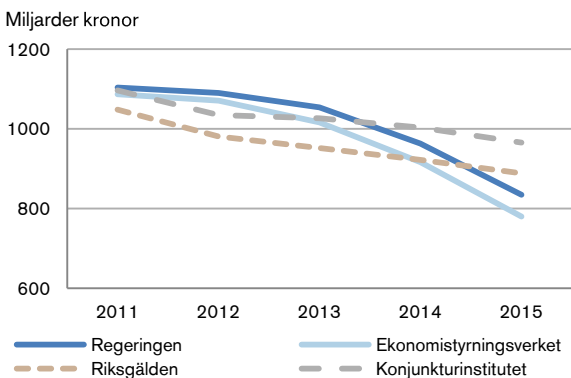
Riksgälden gör endast prognos på statens nettolånebehov och statens finansiella sparande. Övriga myndigheter gör prognoser på hela offentliga sektorn. Konjunkturinstitutet och Riksgälden gör bedömningar om framtida finanspolitiska förändringar som påverkar nettolånebehovet och det finansiella sparandet. 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. KI utgår från nationalräkenskaperna och räknar fram ett finansiellt sparande som sedan omvandlas till ett budgetsaldo. Riksgälden har den kortaste prognoshorisonten och Regeringen och ESV den längsta, se tabell 1 nedan.



## 1.5 Statsskuldens utveckling fram till 2015

Här redovisas beräkningar för den okonsoliderade statsskuldens utveckling enligt regeringens, ESV:s, Riksgäldens och Konjunkturinstitutets prognos för åren 2011-2015. Bedömningarna är osäkra, särskilt mot bakgrund av den senaste tidens finansiella oro.

Diagram 3 OKONSOLIDERAD STATSSKULD VID ÅRETS SLUT



Riksgälden har som framgår av föregående avsnitt inte några prognoser på nettolånebehovet ända till 2015. Vi har därför skattat nettolånebehovet utifrån en grov bedömning av att överskottsmålet för den offentliga sektorn uppfylls under de närmaste åren. Vi har även gjort på liknande sätt för Konjunkturinstitutet som inte heller har prognoser på nettolånebehovet för hela perioden<sup>1</sup>.

Prognosen för Riksgälden är senast publicerade prognos i statsupplämningsrapporten för åren 2011 och 2012. För

<sup>1</sup> Konjunkturinstitutet publicerar dock en prognos på det finansiella sparandet fram till och med 2015. Denna prognos har vi räknat om till ett nettolånebehov för de aktuella perioderna.

2013 till 2015 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 2013-2015. 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 2012 och Ekonomistyrningsverkets prognos från deras senaste rapport i september 2011.

Konjunkturinstitutets senaste prognos är från augusti 2011 och innehåller prognoser för nettolånebehovet för 2011 och 2012. För åren 2013-2015 har vi skattat nettolånebehovet utifrån Konjunkturinstitutets medelfristprognos på statens finansiella sparande.

Beräkningarna visar på ett spann för statsskulden i slutet av 2015 på mellan knappt 800 miljarder kronor och knappt 1000 miljarder kronor. Gemensamt för regeringen, Konjunkturinstitutet och ESV är att de förväntar sig en svag konjunkturutveckling under 2012 framförallt mot bakgrund av den finansiella oron i omvärlden. Effekterna av oron bedöms dock bli kortvariga och konjunkturåterhämtningen tar fart igen 2013. Om skuldskrisen fördjupas och blir mer allvarlig 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	KI	ESV	Riksgälden
Avgränsning	hela offentliga sektorn	hela offentliga sektorn	hela offentliga sektorn	endast staten
Egen makrobedömning	ja	ja	ja	ja
Väger in ny finanspolitik	nej	ja	nej	ja
Försäljningar	ja	ja	nej	ja
Grunddata	inkomster/ utgifter	finansiellt sparande	inkomster/utgifter	kassaflöden
Prognoshorisont	4-5 år	1,5-2,5 år <sup>1</sup>	4-5 år	1,25-2,25 år

<sup>1</sup> Plus medelfristig

## 2 Marknadsförutsättningar

### 2.1 Försämrad likviditet i statsobligationsmarknaden

Erfarenheterna av krisen som pågått sedan 2007 visar att investerare inte längre generellt ser statsobligationer som en riskfri tillgång. För vissa länder har refinansieringsrisken, det vill säga risken att vid behov inte kunna ta upp nya lån, varit påtaglig på senare tid.

Sverige har däremot inte haft några som helst problem att låna. Snarare har svenska statspapper fått status av en extra trygg placering dit internationella aktörer söker sig för att reducera sina risker. Det avspeglar att Sverige både har starka statsfinanser och en egen valuta.

Det är mycket svårt att se ett scenario där den svenska staten skulle drabbas av refinansieringsproblem. För att minimera refinansieringsrisken även på längre sikt är det dock viktigt att säkerställa infrastruktur, investerarbas och likviditet i våra lånemarknader.

I takt med att vi dragit ned på upplåningen har likviditeten i marknaden för statsobligationer gradvis blivit sämre. Detta behöver inte utgöra något problem på kort sikt och så länge lånebehovet är litet. Stor efterfrågan i förhållande till utbud gör att vi kan låna till attraktiva villkor. Skulle lånebehovet öka i framtiden riskerar vi däremot att det blir svårare och dyrare att låna till följd av att statsobligationsmarknaden fungerar sämre.

För att minska den risken avser vi att fortsätta prioritera upplåning i statsobligationer. Vi kan även erbjuda byten för att öka den utestående volymen i de lån som är underliggande i terminsmarknaden. Om statsskulden fortsätter att minska bedömer vi emellertid att dessa åtgärder inte kommer att räcka till för att bibehålla likviditeten i marknaden för statsobligationer. Vi ser därför skäl att öppna för en viss upplåning i statsobligationer utöver vad som krävs för att finansiera statens löpande betalningar och förfallande lån.

Fram tills nyligen pekade de flesta prognoser på att statsskulden skulle minska i snabb takt. Det fanns därför en oro för att problemen med bristande likviditet i statsobligationsmarknaden skulle förvärras ytterligare. På senare tid har flera prognosmakare reviderat ned tillväxtutsikterna och nivån på statsskulden väntas inte längre falla lika snabbt. Därmed är problemet sannolikt mindre akut men argumenten för att utreda frågan om en viss minsta obligationsupplåning kvarstår. Vi återkommer till detta i avsnittet *Beredskap och refinansieringsrisker* på sidan 21.

### 2.2 Låga räntor

I Sverige såväl som globalt har räntorna fallit till extremt låga nivåer ur ett historiskt perspektiv. Detta kan väcka frågan hur riktlinjerna påverkas av ränteläget. Vi vill därför förtydliga att vi inte baserar vår långsiktiga strategi för upplåningen på en vy om räntenivån. Däremot kan vi göra

sådana överväganden inom den aktiva förvaltningen i utländsk valuta.

#### *Upplåningsstrategin styrs inte av ränteutvecklingen*

Transparens och förutsägbarhet är ledord i vår upplåningspolicy och borgar för långsiktigt låga lånekostnader. Vår upplåningsstrategi bygger därför inte på subjektiva bedömningar av huruvida räntorna kommer att stiga eller falla. Det skulle skapa stor osäkerhet om upplåningen och kunna resultera i att placerare drar sig ur våra lån eller kräver en hög premie för att vilja investera.

Även om vi ville anpassa upplåningen efter en uppfattning om ränteutvecklingen vore det i praktiken svårt att åstadkomma annat än en marginell förändring av skuldens sammansättning inom den reguljära upplåningen. Detta gäller inte minst nu då emissionsvolymen är mycket begränsad i förhållande till den utestående skuldstocken.

Mot den bakgrunden väger vi inte in ränteutvecklingen när vi tittar på strategin för den reguljära statsskuldsvärdningen. Sådana överväganden görs i stället separat i den aktiva förvaltningen. Om vi bedömer att vi kan spara kostnader genom att skydda oss mot stigande eller utnyttja fallande räntor kan vi ta en ränteposition för att skapa önskad exponering. Notera här att räntepositioner inom aktiv förvaltning enbart tas i derivat och i utländsk valuta.

Förutom att vi då undviker att skapa osäkerhet om upplåningen är fördelen att resultatet av positionen blir mätbart. Verksamheten blir därmed mer genomlyst och vi kan lättare utvärdera den typen av subjektiva bedömningar.

Vid enstaka tillfällen har vi tagit hänsyn till räntenivån i upplåningen. Under finanskrisen 2009 introducerade vi det 30-åriga lånet 1053. Vi lånade då 38 miljarder kronor via en syndikering. Introduktionen av lån 1053 gav möjlighet att utnyttja efterfrågan på långa obligationer i en situation då vi räknade med stora och snabbt växande lånebehov. Eftersom vi lånade en mycket stor volym i emissionen var vi ovanligt exponerade mot räntenivån vid emissions-tillfället. Inlåsningsrisken bedömdes dock som liten givet att räntenivån var betydligt lägre än ett historiskt genomsnitt.

#### *Inga positioner i svensk räntemarknad*

Riksgälden har en alltför dominerande ställning för att kunna ta positioner på den svenska räntemarknaden. För att åstadkomma en position, som är annat än symbolisk, baserad på en marknadsvy blir storleken alltför omfattande för att det ska vara genomförbart på den svenska marknaden.

För det första riskerar vi att driva priserna på ett för oss ofördelaktigt sätt. Positionering för stigande eller fallande räntor i vår största lånemarknad skulle skapa en osäkerhet bland investerarna och vi kan anklagas för en slags mark-

nadsmanipulation. Detta kan försämra våra lånevillkor även på längre sikt.

För det andra måste vi bygga upp och avveckla positioner under lång tid eftersom det handlar om stora transaktioner. Om vi skulle vilja stänga en position är det därför mycket osäkert när och till vilket pris det kan ske.

Av ovanstående skäl är det olämpligt att Riksgälden tar aktiva positioner på ränteutvecklingen i Sverige vilket heller inte är möjligt enligt gällande riktlinjer.

### **2.3 Avkastningskurvans lutning**

Ett grundläggande antagande i valet av strategi för stats- skuldens förvaltning är att avkastningskurvan har positiv

lutning över tiden, det vill säga att korta räntor i genomsnitt är lägre än långa räntor. Sambandet mellan löptid och räntenivå är intuitivt då investerare kräver en premie för att låsa in placering över längre tid. Historiskt sett finns också få undantag. Endast under enstaka korta perioder har den svenska räntekurvan varit inverterad.

Det finns givetvis ingen garanti för att avkastningskurvan även i framtiden kommer att ha positiv lutning. Förutsättningarna kan förändras, exempelvis till följd av nya regleringar. Givet den information vi har idag ser vi dock ingen anledning att ändra vårt antagande om att kurvan i genomsnitt kommer att ha positiv lutning. Kort räntebindningstid förväntas därmed över tiden ge lägre kostnad än lång räntebindningstid.

# Motivering till föreslagna ändringar

I detta avsnitt diskuterar vi räntebindningstiden i statsskulden och motiverar vårt förslag att ändra löptidsstyrningen för den nominella skulden. Vi föreslår även ett mer långsiktigt intervall för realskuldens löptid. Därefter berör vi upplåning på privatmarknaden och föreslår att målet för privatmarknadsupplåningen förtydligas.

## 1 Löptiden i statsskulden

### 1.1 Den reala kronskuldens löptid

Vi föreslår att den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 7 och 10 år.

I riktlinjerna för 2011 infördes för första gången ett målintervall för realskuldens löptid. Vi pekade i förra årets riktlinjeförslag på svårigheten att styra löptiden mot en exakt punkt med en decimal. Med den styrning vi hade tidigare var vi i princip tvungna att ändra riktlinjerna för att kunna ge ut ett nytt reallån.

Ambitionen har nu varit att hitta ett mer långsiktigt intervall där vi inte behöver göra årliga justeringar. Det föreslagna intervallet är därför något bredare än det som gäller enligt nuvarande riktlinjer. Baserat på prognoser för lånebehovets utveckling och på den planerade upplåningen i realobligationer räknar vi med att kunna hålla realskuldens löptid inom intervallet 7 till 10 år de närmaste åren. Vi har då tagit höjd för att emittera nya obligationer och för att kunna genomföra byten mellan reallån i syfte att förbättra likviditeten i marknaden.

Det kan inte uteslutas att vi kan behöva se över intervallet längre fram om vi gör en större revidering av våra låneplaner. Ett alltför brett intervall förlorar å andra sidan funktionen av styrningsverktyg. Vi bedömer att ett intervall på 7 till 10 år ger tillräcklig operativ flexibilitet samtidigt som vi ändå får en rimlig avgränsning av löptiden.

### 1.2 Den nominella kronskuldens löptid

Vi föreslår ett målintervall för den nominella kronskuldens räntebindningstid på 2,7 till 3,2 år för löptider upp till 12 år.

#### *Styrning mot löptidsintervall*

När lånebehovet minskar kan det bli svårare att styra skulden i termer av andelar och löptider. Eftersom lånevolymerna är små i förhållande till den utestående skuldstocken får emissionerna liten effekt på skuldens sammansättning. Dessutom behöver vi ta större hänsyn till efterfrågan och prioritera upplåningen så att vi på bästa sätt upprätthåller en fungerande marknad.

Det kan också bli svårare att parera oväntade avvikelser från prognosen för lånebehovet. När statsskulden minskar får variationer i statens kassabehållning allt större genomslag på den totala kronskuldens löptid. Om utfallet av lånebehovet avviker från vår prognos under en period innebär det att vi behöver hantera större underskott eller överskott än vi räknat med i likviditetsförvaltningen. Det innebär i sin tur att räntebindningstiden blir kortare eller längre än vi prognostiserat.

När lånebehovet har minskat har förutsättningarna för upplåning i den nominella kronmarknaden alltmer kommit att likna den situation vi har i marknaden för realobligationer. En för snäv styrning av statsskulden riskerar att bli ineffektiv och kostsam. Vi bedömer att löptidsstyrning inom ett målintervall skulle vara lämpligt även för den nominella kronskulden.

En känslighetsanalys visar att det är skuldens storlek – inte dess sammansättning eller löptid – som är avgörande för hur stor risken blir i absoluta tal. Förhållandet mellan kostnad och risk påverkas av valet av löptid men när det gäller betydelse för risken i statsskulden överskuggas löptidsvalet av skuldens storlek. Det finns därför skäl att tona ner betydelsen av att arbeta med ett exakt löptidsriktvärde. Detta stärker vår slutsats att styrning mot ett målintervall är mer ändamålsenligt. För en djupare analys av löptidsval beroende på skuldens storlek, se avsnittet *Andelar och löptider* på sidan 12 och framåt.

Syftet med målintervallet är att skapa förutsättningar för en mer ändamålsenlig låneplanering. Riktvärdet är den genomsnittliga räntebindningstid vi siktar på när vi planerar upplåningen. Ett intervall ger större möjlighet att anpassa upplåningen om förutsättningarna på swappmarknaden förändras eller om lånebehovet visar sig avvika från vår prognos. Intervallet syftar alltså inte till att hantera de svängningar i räntebindningstiden som uppstår till följd av säsongsmässiga variationer i statens betalningar. Eftersom variationerna är mycket stora skulle räntebindningstiden periodvis avvika från målet även med ett intervall. Vi vill understryka att vi inte avser att anpassa löptiden baserat på en bedömning av räntenivån för att positionera oss för högre eller lägre marknadsräntor. Den typen av anpassningar görs alltid utanför den reguljära statsskuldförvaltningen och i utländsk valuta. Argumenten för ett intervall är

alltså rent operativa och vi skulle normalt sträva efter att uppnå en löptid i mitten av intervallet.

Frågan har rests om ett intervall skapar större osäkerhet och att upplåningen blir mindre förutsägbar. Vår bedömning är att ett intervall snarare bidrar till minskad osäkerhet. Vi skulle exempelvis kunna undvika drastiska revideringar av den planerade swappvolymen för att återföra räntebindingstiden till ett exakt decimalvärde om lånebehovet visar sig avvika från prognos.

#### *Kortare löptid*

Statsskuldens löptid förkortas med automatik då lånebehovet är litet i förhållande till skuldens storlek. Den utestående skuldstocken blir gradvis kortare och om lånevolymer är liten får emissionerna liten effekt på skuldens samlade löptid, även om vi emitterar långa obligationer.

En kortare räntebindingstid är också rimlig ur ett kostnads- och riskperspektiv. En mindre skuld ger (allt annat lika) utrymme för en förkortning av räntebindingstiden med fördelen att de förväntade kostnaderna kan sänkas. När skulden minskar kan detta göras utan att risken ökar i absoluta tal. I avsnittet *Skuldstorlekens påverkan på andelar och räntebindingstid* på sidan 15 finns en mer utförlig beskrivning av sambandet mellan skuldens storlek och räntebindingstiden.

Mitten av det föreslagna målintervallet motsvarar därför en något kortare räntebindingstid än det nu gällande riktvärdet 3,1 år. Det är här värt att notera att räntebindingstid inte är samma sak som löptid i meningen genomsnittlig tid tills lånen förfaller. Tack vare tillgång till ränteswappar kan vi förkorta räntebindingstiden och därmed sänka den förväntade räntekostnaden utan att refinansieringsrisken ökar.

## 2 Upplåning på privatmarknaden

Vi föreslår att riktlinjerna för upplåning på privatmarknaden förtydligas enligt följande:

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

Regeringen gav 2010 Riksgälden i uppdrag att arbeta vidare med förbättringen av jämförelsen mellan upplåning på privatmarknad och statspappersmarknad. Resultatet av det arbetet redovisas i *Privatmarknadsupplåning – mål och utvärdering* i nästa kapitel. En av våra slutsatser är att det finns skäl att förtydliga målet enligt förslaget ovan.

Bakgrunden är att regeringens särskilde utredare Jörgen Appelgren rekommenderade att precisera målet för privatmarknadsupplåningen. Vi bedömde då att det var tillräckligt att förtydliga motivtexten och regeringen behöll riktlinjeformuleringen oförändrad i enlighet med vårt förslag.

Sedan dess har utformningen av riktlinjebesluten ändrats och innehåller inte längre någon förklaring till valet av målformulering. Därför föreslår vi ett förtydligande av målet.

# Analys och utrednings svar

*Vi redovisar här på uppdrag av regeringen hur löptider och andelar bör se ut om skulden blir betydligt större eller mindre. Slutsatserna är preliminära och bygger främst på en kvalitativ analys. Analysen kommer att kompletteras med kvantitativa beräkningar under nästa år. Kopplat till scenarioanalysen diskuterar vi även konsekvenserna av en minskande skuld och behovet av åtgärder för att säkerställa god låneberedskap i framtiden. Slutligen redovisar vi det utredningsuppdrag som rör jämförelse mellan upplåning på privatmarknad och statspappersmarknad.*

## 1 Uppdraget

Regeringen gav i april 2010 Riksgälden i uppdrag att:

- utreda hur mandatet för positionstagande bör se ut;
- med utgångspunkt från betydligt högre respektive lägre statsskuld analysera hur stora andelarna av de olika skuldslagen bör vara samt analysera hur löptiden bör hanteras i dessa fall;
- arbeta vidare med förbättringar av jämförelsen mellan upplåning på privatmarknaden och statspappersmarknaden.

Mandatet för positionstagande avhandlades i förra årets riktlinjeförslag. I detta avsnitt redovisar vi en första avrapportering av scenarioanalysen under den andra punkten. Vi avser att i anslutning till nästa års riktlinjeförslag lämna en slutrapport. Vidare redovisar vi en analys av hur upplåningen på privatmarknaden utvärderades.

Slutsatserna av analysen av en lägre statsskuld – som med tanke på överskottsmålet framstår som det i praktiken mest relevanta fallet – föranleder en vidgning av utredningsuppdraget till en bredare diskussion om följderna av en sådan utveckling och de åtgärder som den kan motivera. Analysen visar att det kan finnas skäl att ha en viss minsta upplåning i den nominella obligationsmarknaden. Det bör därför uppdras åt Riksgälden att när den minimivån riskerar att underskidas låna mer än vad som krävs för att finansiera budgetsaldot och andra löpande betalningar. Vi berör även kortfattat hur det kassaöverskott som i så fall skulle uppstå bör förvaltas.

Ett sådant uppdrag förutsätter stöd i ett riksdagsbeslut. Följaktligen ligger dessa frågor vid sidan av det nu aktuella riktlinjebeslutet. Vi menar emellertid att det är viktigt att frågan väcks och analyseras noga innan de problem som kan uppstå om bruttostatsskulden blir för liten börjar uppträda.

## 2 Andelar och löptider

### 2.1 Inledning

Uppdraget att analysera strategin för statsskultsförvaltningen i olika scenarier för skuldens storlek är omfattande. I årets riktlinjeförslag redovisar vi främst en kvalitativ analys. Vi har utgått från de portföljteoretiska resultat som lig-

ger till grund för nuvarande löptider och andelar. Givet dessa har vi tittat på hur eventuella praktiska begränsningar påverkar möjligheten att uppnå löptider och andelar i olika scenarier för statsskuldens storlek. Inte minst har vi tagit hänsyn till vikten av god beredskap att låna större belopp vid framtida kriser.

Under nästa år kommer vi att arbeta vidare med kvantitativa analyser av löptider och andelar och redovisa resultatet av detta arbete i riktlinjeförslaget för 2013. I år lämnar vi således inte några färdiga eller skarpa förslag om ändringar i riktlinjerna. Analysen pekar huvudsakligen på tentativa slutsatser som underlag för fortsatt utredning och en dialog med bland annat marknadsaktörer.

Vi inleder med att förtydliga skillnaden mellan exponeringen i skulden (som riktlinjerna syftar på) och den underliggande upplåningen i olika instrument. Med detta som bakgrund ger vi en kortfattad beskrivning av varför de nu gällande riktlinjerna för skuldens sammansättning och löptid ser ut som de gör.

Därefter diskuterar vi vissa principiella och praktiska aspekter på sambandet mellan skuldens storlek och hur den kan vara uppbyggd. Nästa steg är att diskutera förutsättningarna för och följderna av att minska respektive öka upplåningen i de olika skuldslagen. Slutligen behandlar vi frågorna om hur andelar och löptid bör sättas i lägen där skulden är markant större respektive markant mindre.

### 2.2 Upplåning och exponering i statsskulden

Styrningen av skulden i riktlinjerna avser exponeringen i skulden med hänsyn till att vi använder derivat för att justera andelar och löptider. Innan vi kommer in på analysen av andelar och löptider är det därför viktigt att reda ut skillnaden mellan exponeringen och upplåningen i statsskulden.

Finansiering, dvs. den faktiska upplåningen med statspapper och andra instrument, styrs av vår policy att sträva efter en jämn förfalloprofil, låg refinansieringsrisk, och att effektivt hantera likviditetsförvaltningen. Cirka 80 procent av skulden består av obligationer där den vanligaste löptiden vid emissionstillfället är tio år. Upplåningen måste ta hänsyn till vilka löptider och instrument som våra långivare faktiskt efterfrågar. Exponeringen kan sedan hanteras i vår

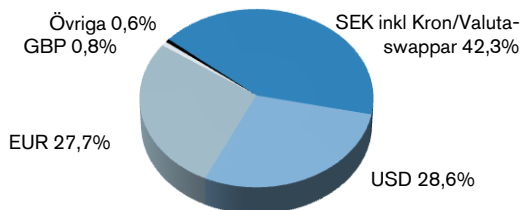
derivatportfölj så att de kostnader och risker som skattebetalarna i slutänden får bära ligger i linje med skuldförvaltningens mål. Vår hantering av de underliggande skuldinstrumenten, förfalloprofil och refinansieringsrisker redovisas i våra underlag till utvärdering som sedan regering och riksdag tar ställning till.

Bortsett från realskuldens löptid och andel har vi stor möjlighet att justera exponeringen i skulden via derivat. Genom att använda ränteswappar kan vi exempelvis förkorta kronskuldens räntebindingstid och via ränteswappar mellan olika valutor kan vi öka andelen valutaskuld.

#### Valutaandelen och upplåning i utländsk valuta

Andelen valutaskuld är ett tydligt exempel på att det är stor skillnad mellan exponering och upplåning i statsskulden. Idag består valutaskulden drygt hälften av lån som tagits upp i utländsk valuta. Resten utgörs av exponering via valutawappar där den underliggande finansieringen skett i kronor.

Diagram 4 FINANSIERING AV VALUTASKULDEN, 31 JULI 2011

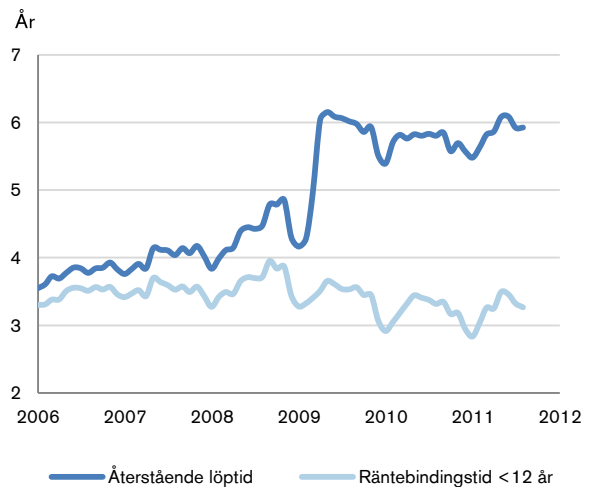


#### Räntebindingstid och löptid till förfall

Även räntebindingstiden beräknas inklusive effekten av derivat. Riktlinjerna tar sikte på skuldens räntebindingstid, det vill säga genomsnittlig tid till dess räntan på lånen sätts om. För vanliga kuponglån motsvarar det tiden till betalning av räntekupong och lånebelopp då vi får ta upp nya lån. Men i och med att vi tar hänsyn till ränteswappar, där räntan normalt sätts om var tredje månad, är räntebindingstiden i skulden avsevärt kortare än löptiden till förfall. I riktvärdet för den nominella kronskuldens löptid exkluderas även obligationer med löptider längre än 12 år. Det bidrar också till att det är stor skillnad mellan löptiden som den definieras i riktlinjerna och den nominella kronskuldens faktiska löptid till förfall.

Detta synsätt avspeglas också i hur vi mäter kostnader och risker. Kostnaden för statsskulden mäter vi som genomsnittlig emissionsränta, det vill säga den ränta vi i genomsnitt har lånat upp den utestående skulden till. Enligt gällande riktlinjer ska det övergripande riskmålet vara variation i genomsnittlig emissionsränta. Riskmålet beskriver alltså ränteomsättningsrisken i skulden. Räntebindingstiden säger däremot lite om refinansieringsrisken i skulden, det vill säga risken att inte kunna ersätta förfallande lån med nya.

Diagram 5 ÅTERSTÅENDE LÖPTID RESPEKTIVE RIKTVÄRDE (RÄNTEBINDNINGSTID FÖR LÖPTIDER < 12 ÅR) I DEN NOMINELLA KRONSKULDEN



För många andra länder har denna risk varit påtaglig på senare tid men för Sveriges del är refinansieringsrisken närmast obefintlig. Svenska statspapper har snarare blivit allt mer attraktiva, främst tack vare starka statsfinanser och det faktum att vi har en egen valuta. Vi återkommer till detta i avsnittet *Beredskap och refinansieringsrisker* på sidan 21.

För att undvika begreppsförvirring använder vi fortsattningssvis räntebindingstid när vi syftar på den exponering som regleras i riktlinjerna medan löptid betecknar återstående tid till förfall.

### 2.3 Motiven till dagens andelar

I riktlinjeförslaget inför 2005 föreslog Riksgälden för första gången vad andelarna skulle vara för de olika skuldslagen. Efter det fastställde regeringen valutaandelen till 15 procent, vilket nåddes 2008. I riktlinjebeslutet inför 2007 fastställdes realandelen till 25 procent.

Det främsta skälet till att vi har flera skuldslag är att det leder till lägre risk genom diversifiering. Diversifiering innebär att om statsskulden stiger snabbt så kan vi sprida upplåningen på flera marknader och i en vidare investerarkrets. Detta underlättar upplåningen så att den kan göras till lägre kostnader. Diversifiering innebär även att vi blir mindre påverkade i det fall upplåningskostnaden är tillfälligt höga i enskilda instrument. Genom att sprida upplåningen till real- och valutaskuld blir vi mindre beroende av variationer i det inhemska nominella ränteläget.

I det följande är det viktigt att observera att analysen i huvudsak görs i termer av exponering i olika skuldslag snarare än i de instrument vi faktiskt lånar. Vi tar med andra ord hänsyn till våra möjligheter att justera exponeringen med hjälp av derivat.

### Andelen valutaskuld

Den samlade slutsatsen av de kvantitativa analyser som gjordes i början av 2000-talet, framför allt i riktlinjeförslaget inför 2001, var att störst riskminskning nåddes med en valutaandel i intervallet 10 – 20 procent. Detta resultat tillsammans med kvalitativa bedömningar ledde till att valutaandelen sattes till 15 procent.

Valutaupplåning kan också motiveras av det är ett flexibelt instrument i den meningen att staten kan låna stora belopp på kort tid eftersom vi då kan vända oss direkt till den globala kapitalmarknaden. Sveriges erfarenheter från början av 1990-talet illustrerar detta. Även den extra valutaupplåningen under 2009 för Riksbankens räkning underlättades av att Riksgälden hade etablerade rutiner för direktupplåning i utländsk valuta.

Genom att använda valutaupplåning när lånebehoven är stora minskar trycket på obligationsräntorna i kronor, vilket håller nere de samlade räntekostnaderna för statsskulden. Det finns således, förutom diversifieringsskäl, potentiella kostnads fördelar att ha en viss andel av statsskulden exponerad i utländsk valuta.

### Andelen realskuld

Det reala inslaget i statsskulden skulden motiveras också av diversifieringsskäl. Vi vet inte hur inflationen och inflationsförväntningarna kommer att utvecklas i framtiden och hur de kommer att påverka reala och nominella räntor. Av det skälet finns det anledning att låna både nominellt och realt. Real upplåning innebär också att vi får en större investerarbäsa. Vi når en större del av investerarnas tillgångsportföljer och belastningen på de nominella statsobligationerna blir mindre. Detta gäller naturligtvis främst då skulden är stor eller växande.

Vår bedömning är att realandelen av statsskulden måste vara tillräckligt stor för att likviditeten på realmarknaden ska bli acceptabel. I annat fall blir efterfrågan begränsad och staten får betala en så stor likviditetspremie att diversifieringen blir dyrköpt.

En för stor realandel riskerar dock att tränga undan upplåning i nominella obligationer. Man kan säga att likviditetspremierna i de båda marknaderna måste balanseras.

En realandel på 25 procent har ansetts lämplig för att uppnå de önskade diversifieringseffekterna samtidigt som likviditeten blir tillräckligt god i både den nominella och reala obligationsmarknaden. Denna bedömning är dock beroende på den totala skuldens storlek.

## 2.4 Motiven till dagens räntebindningstid

I huvudsak är det genom valet av räntebindningstid som regeringen bestämmer över balansen mellan förväntad kostnad och risk. Återigen bör det betonas att riktlinjerna avser exponeringen i statsskulden och inte till vilka löptider vi faktiskt lånar när vi ger ut våra skuldinstrument.

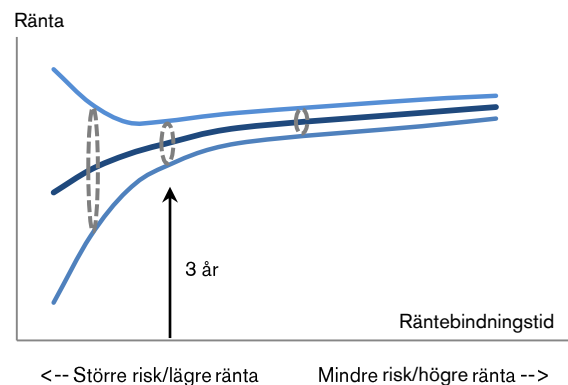
Regeringen beslutar om räntebindningstiden för respektive skuldslag. Valet styrs primärt av vilken risknivå som är lämplig i portföljen men måste också anpassas efter de praktiska förutsättningarna.

Generellt gäller att en kort räntebindningstid leder till lägre förväntade kostnader eftersom avkastningskurvor över tiden har en positiv lutning. Kort räntebindningstid i skulden är å andra sidan förknippad med högre ränteomsättningsrisk än lång. Eftersom räntevillkoren ändras ofta kan vi förvänta oss större variation i räntekostnaderna.

### Räntebindningstid i den nominella kronskulden

Tidigare kvantitativa beräkningar har visat att en räntebindningstid runt tre år ger en rimlig avvägning mellan kostnad och risk. Upp till cirka tre år minskar risken markant med räntebindningstiden. Därefter avtar effekten av minskad risk. Att förlänga räntebindningstiden ytterligare från tre år ger begränsad effekt på risken men ökar den förväntade kostnaden i och med att längre räntor i genomsnitt är något högre. Detta illustreras schematiskt i diagrammet nedan som bygger på tidigare simuleringsresultat. Den mittersta kurvan motsvarar den förväntade räntan som funktion av räntebindningstiden. De översta och understa räntekurvorna representerar de högsta respektive lägsta räntorna man (med en viss sannolikhet) kan förvänta sig att betala. Skillnaden mellan dessa båda ger en bild av ränteomsättningsrisken för en given räntebindningstid.

Diagram 6 KOSTNAD, RISK OCH RÄNTEBINDNINGSTID



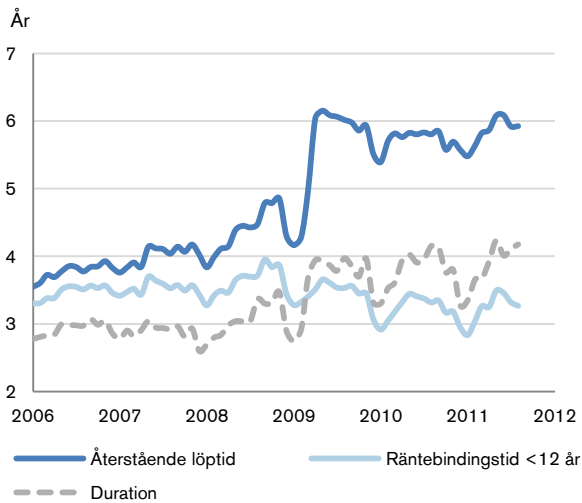
För den nominella kronskulden gäller att instrument med en löptid upp till 12 år ska ha en räntebindningstid på 3,1 år. I praktiken betyder det att ett 30-årigt lån som gavs ut 2009 inte omfattas av löptidsriktvärdet. Anledningen är att ett så långt lån i beräkningen av genomsnittet skulle ge en överdriven bild av hur mycket ränteomsättningsrisken i skulden påverkas av ett i förhållande till den övriga skulden litet lån.

Riktvärdet är också baserat på de restriktioner som sätts av praktiska marknadsförhållanden. Statsobligationer är det instrument som har tillräckligt stor investerarbäsa för att kunna bära upp en statsskuld av vår storlek med begränsad refinansieringsrisk. Möjligheten att förkorta obligationsstockens räntebindningstid beror då på swappmark-



nadens storlek och djup. I praktiken har det inte funnits marknadsförutsättningar att åstadkomma mycket kortare räntebindningstid än tre år.

Diagram 7 LÖPTID I DEN NOMINELLA KRONSKULDEN



I diagrammet återges den nominella skuldens genomsnittliga återstående löptid och räntebindningstiden (exklusive den 30-åriga obligationen). Dessutom återges durationen (det på marknaden vanligaste löptidsmåttet som bland annat beror på marknadsräntan).

#### Räntebindningstid i realskulden

Valet av riktvärde för realskulden är starkt begränsat eftersom vi inte kan påverka räntebindningstiden på ett effektivt sätt. Emissionsvolymen är liten i förhållande till den utestående stocken varför upplåningen har liten påverkan på den totala realskuldens sammansättning. Vi har heller inte möjlighet att styra räntebindningstiden med hjälp av derivat. Styrningen försvåras även av att skulden består av få utestående lån. Begränsat djup och likviditet i realobligationsmarknaden gör att vi måste ta stor hänsyn till hur efterfrågan ser ut i olika löptider när vi planerar upplåningen.

Å andra sidan finns argument för att valet av räntebindningstid är av mindre betydelse för realskulden än för den nominella kronskulden. Risk- och kostnadsförhållandet är inte detsamma då prissättningen av enskilda realobligationer i betydligt högre grad än för nominella påverkas av efterfrågan och likviditet i ett visst löptidssegment. Kopplingen mellan löptid och räntenivå är därmed svagare.

I dag gäller att räntebindningstiden ska styras mot ett intervall på 8–10 år för realskulden. Målet är satt så att vi får ett utrymme att emittera realobligationer över hela avkastningskurvan. I praktiken innebär det att vi emitterar i löptider mellan 2 till 30 år. Upplåningen planeras så att vi på sikt får en god spridning över olika löptider i samklang med investerarefterfrågan som skapar förutsättningar för så god likviditet som möjligt.

#### Valutaskuldens räntebindningstid

Valutaskuldens räntebindningstid ska styras mot 0,125 år, vilket motsvarar att hela valutaskulden ränteomsätts var tredje månad.

Vi har valt att swappa all valutaupplåning till rörlig ränta för att på så sätt sänka den förväntade kostnaden. I utländsk valuta har vi tillgång till den mycket djupa globala derivatmarknaden vilket gör det möjligt att förkorta räntebindningstiden i betydligt större utsträckning än vad som är möjligt i kronskulden. I realskulden finns inte den möjligheten över huvud taget vilket räntebindningstiden i valutaskulden delvis kan sägas kompensera för.

En viktig aspekt är också att valutaskulden utgör en relativt liten del av skulden varför risken är begränsad även med mycket kort räntebindningstid. Valutaskulden är även fördelad över flera valutor och därmed inte i samma grad som den nominella kronskulden påverkad av räntorna i en enda marknad.

#### 2.5 Skuldstorlekens påverkan på andelar och räntebindningstid

Sambanden mellan skuldens storlek och dess sammansättning och räntebindningstid är komplexa. Dels bör skuldens storlek påverka hur stora risker staten anser sig ha utrymme att ta. Det gör att avvägningen mellan förväntad kostnad och risk kan se annorlunda ut med en stor respektive en liten skuld. Dels gäller att valen kan begränsas av de praktiska förutsättningarna att låna i de olika skuldslagen. Samtidigt som vi av kostnadsskäl inte bör låna hur mycket som helst i en viss delmarknad, vill vi heller inte låna så lite att likviditeten blir lidande med följden att en viss marknad slutar att fungera. Det betyder att i första hand en mindre skuld ställer krav på praktiska avvägningar och vägval.

#### Andelar

Om vi för ett ögonblick bortser från de praktiska begränsningarna kan man säga att dagens andelar är oberoende av skuldens storlek ur ett strikt teoretiskt perspektiv. Givet att vi känner till de andelar som ger en optimal grad av diversifiering så är de alltid optimala, oavsett storleken på skulden.

Däremot gäller att ju mindre skulden blir, desto mindre blir behovet av riskspridning. Är räntekostnaderna en marginell del av de statliga utgifterna (och inkomsterna), spelar det liten roll om en ensidigt finansierad skuld råkar bli oväntat dyr i en viss period.

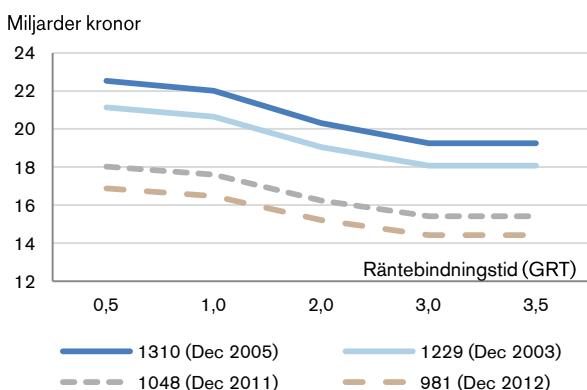
#### Räntebindningstid

För räntebindningstiden gäller generellt att en större skuld kan ge anledning att sänka risknivån genom att förlänga räntebindningstiden. På motsvarande sätt ger en mindre skuld utrymme för ett ökat risktagande med fördelen att de förväntade kostnaderna kan sänkas.

Det är emellertid värt att notera att det är skuldens storlek – inte dess sammansättning eller räntebindningstid – som är avgörande för hur stor risken blir i absoluta tal. För att illustrera detta förhållande har vi gjort en enkel känslighetsanalys baserat på tidigare simuleringsresultat.

Diagrammet nedan visar emissionsrätterisken (running yield at risk) som funktion av räntebindningstid vid olika nivåer på statsskulden. Med den relativt låga nivå på statsskulden vi har i dag skulle risken uttryckt i kronor vara betydligt lägre än under tidigare år, även om vi förkortade räntebindningstiden markant.

Diagram 8 RUNNING YIELD AT RISK OMRÄKNAT TILL KRONOR



Den slutsatsen stärks om man beaktar att de totala räntebetalningarna i huvudscenariot är avsevärt lägre i dag till följd av den mindre skulden (och det låga ränteläget). En ränteuppgång från dagens nivå med två procentenheter (vilket motsvarar en fördubbling av den tioåriga räntan och mer än en fördubbling av kortare räntor) skulle exempelvis påverka räntebetalningarna under 2012 med cirka 10 miljarder kronor. Även i ett stressat scenario är alltså räntekostnaderna låga jämfört med tidigare år.

Även om förhållandet mellan kostnad och risk påverkas av riktlinjebesluten (och då i första hand valet av räntebindningstid) finns det följaktligen skäl att tona ner betydelsen av dessa mekanismer. När det gäller betydelse för risken i statsskulden överskuggas de av skuldens storlek.

#### Praktiska begränsningar

Det vore varken ändamålsenligt eller praktiskt möjligt att upprätthålla en konstant risknivå i absoluta tal genom att justera räntebindningstiden kraftigt om skulden ökar eller minskar. Vår bedömning är att räntebindningstiden bör förlängas något om skulden ökar och vice versa men att sådana justeringar måste utgå från vad som är lämpligt i den operativa verksamheten.

Andelarna kan hållas oförändrade i teorin men frågan är om upplåningen i ett scenario med betydligt större eller mindre skuld får konsekvenser som gör att vi inte kan nå riktvärdena. För att bedöma effekten av sådana eventuella praktiska begränsningar diskuterar vi nedan hur upplåningen skulle se ut beroende på skuldens storlek.

## 2.6 Skuldslagens egenskaper och begränsningar

Hur vi väljer att allokera upplåningen vid en viss nivå på statsskulden respektive lånebehovet beror på de olika skuldslagens egenskaper och begränsningar. Nedan redogör vi för hur vi ser på möjligheten att låna i de olika skuldslagen beroende på skuldens storlek.

Här, till skillnad från det förra avsnittet, fokuseras analysen på de instrument vi faktiskt lånar i snarare än den exponering vi kan uppnå via derivat. Syftet är att utreda om den reguljära upplåningen i något scenario utgör hinder för att uppnå önskad exponering.

#### Statsobligationer

Marknaden för nominella statsobligationer är både djup och likvid vilket gör att vi kan låna till goda villkor. Tack vare en bred bas av investerare både inom och utom landets gränser finns en potential att öka upplåningen betydligt jämfört med dagens nivåer. Det är svårt att siffrasätta en sådan bedömning, men om lånebehovet skulle öka räknar vi med att kunna låna betydande belopp. Det skulle sannolikt innebära en högre ränta och ta viss tid, men marknaden finns.

Anledningen till att nominella statsobligationer är grundbulten i all statsskuldsväxling är att försäkringsbolag, pensionsfonder och centralbankernas valutaserver är placerade i just sådana instrument. Eftersom de stora långivarna, när det gäller räntebärande värdepapper, främst är intresserade av att köpa obligationer så är det också i dessa instrument som de stora lånemöjligheterna finns.

Det finns en uppenbar risk att om den utestående stocken minskar signifikant så försämras likviditeten, vilket i sin tur riskerar att reducera investerarbasen, öka likviditetspremierna och leda till väsentligt högre kostnader om större lånebehov skulle uppkomma i framtiden. Vi återkommer till dessa aspekter.

Nominella statsobligationer är vårt största och viktigaste låneinstrument och kan därför ses som en referens i jämförelsen mellan de olika instrument som diskuteras nedan.

#### Statsskuldväxlar

När lånebehovet har minskat har vi dragit ned den utestående stocken av statsskuldväxlar till en mycket låg nivå. Vi har nu en stock på knappt 100 miljarder kronor jämfört med i storleksordningen 250 miljarder kronor för några år sedan. Det har bidragit till att marknaden försämrats vad gäller djup och likviditet. Litet tillspetsat kan man säga att det inte längre finns någon likviditet över huvud taget i andrahandshandeln.

Aktörerna på penningmarknaden har i stor utsträckning ersatt statsskuldväxlar med andra instrument. Den strukturella efterfrågan har minskat. Prissättningen och exponeringen avseende förväntad kortränteutveckling och penningpolitiska beslut hanteras numera på derivatmarknader

som FRA och RIBA-kontrakt. Statsskuldväxlar har blivit mer eller mindre renodlade kassaförvaltningsinstrument som i regel hålls till förfall. Ett viktigt motiv att hålla statsskuldväxlar är den mycket låga kreditrisken i svenska statspapper.

Om statsskulden skulle bli betydligt större kan vi öka upplåningen i statsskuldväxlar. Eftersom förutsättningarna har förändrats och investerarna i stor utsträckning har hittat substitut till växlar är det inte säkert att vi självklart kan räkna med att snabbt nå upp till stora utestående volymer utan avsevärd räntepåverkan. En förlorad växelmarknad innebär att vi inte längre har tillgång ett instrument som snabbt kan ge ett stort bidrag till upplåningen.

Om skulden och lånebehovet blir mindre minskar behovet av att rulla statsskuldväxlar som en del av den långfristiga upplåningen. Redan i dag har vi dragit ned statsskuldväxelupplåningen till ett minimum. Vi bedömer att det inte skulle vara meningsfullt att upprätthålla en statsskuldväxelstock som är mindre än den nuvarande.

I ett scenario med betydligt mindre skuld finns det skäl att överväga att upphöra med vårt nuvarande åtagande att kontinuerligt upprätthålla en viss utestående stock av statsskuldväxlar via regelbundna auktioner. I stället skulle det bli frågan om att använda statsskuldväxlar sporadiskt eller i ökad utsträckning använda så kallade likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skraddarsydda löptider med upp till ett par månaders löptid) samt Commercial paper (i huvudsak korta dollarlån under engelsk lag).

Utän tvekan skulle detta leda till påfrestningar i likviditetsförvaltningen. Innan ett beslut om en eventuell nedläggning av den nuvarande växelmarknaden måste riskerna för likviditetsförvaltningen penetreras nog. En nedläggning av växelmarknaden innebär också att vårt beroende av dollar och till viss del euromarknaden som en källa för snabb och omfattande upplåning skulle öka.

Med en väsentligt mindre statsskuld vore det tänkbart att lägga ned statsskuldväxelmarknaden. Detta kan i så fall ske utan en förlängning av räntebindningstiden. Växlar är inte av avgörande betydelse för räntebindningstiden. Tack vare ränteswappar kan vi finansiera oss med långa obligationer och ändå förkorta räntebindningstiden för att på så sätt sänka den förväntade kostnaden. Jämfört med upplåning i swappade statsobligationer är statsskuldväxelupplåning i princip kostnadsneutral. Det har varierat över tiden vilket alternativ som varit billigast men skillnaderna har varit små.

Hur vi fördelar upplåningen mellan statsobligationer och statsskuldväxlar styrs i första hand av efterfrågan och djup i respektive marknad, inklusive marknaden för ränteswappar. Under i övrigt likvärdiga förhållanden tar vi även hänsyn till att refinansieringsrisken är större för upplåning i statsskuldväxlar än för upplåning i statsobligationer.

### *Privatmarknad*

På privatmarknaden, där upplåningen i huvudsak är en del av den nominella upplåningen i kronor, lånar vi billigare än på den institutionella marknaden, men vi har små möjligheter att styra omfattningen av upplåningen. I stället är det kundernas önskan att placera medel i Riksgäldens sparformer som styr. Eftersom vi inte kan planera privatmarknadsupplåningen på samma sätt som övrig upplåning har vi tills vidare valt att bortse från denna i analysen av andelar och löptider. Vi har antagit att privatmarknadens andel är oförändrad och inte påverkas av skuldens storlek.

Vi kan emellertid konstatera att i ett scenario med stor statsskuld utgör upplåning på privatmarknaden en avlastning för marknaden för statsobligationer och statsskuldväxlar.

Om situationen är den omvända kan det i stället vara så att privatmarknadsupplåning tränger undan institutionell upplåning som är viktigare för att säkerställa likviditet och beredskap att låna om lånebehovet skulle öka. Risken är att kostnaden för statsskulden ökar i ett sådant scenario till följd av sämre likviditet och mindre investerbarhet och därmed sämre lånevillkor i övriga skuldslag.

### *Realobligationer*

Realobligationsupplåningen kan avlasta marknaden för statsobligationer och statsskuldväxlar om statsskulden är stor. En annan fördel med realobligationer, om skulden är stor, är att realskuld bidrar till att minska risken i portföljen. Risken minskar både på grund av diversifieringseffekten och tack vare möjligheten att låna i långa löptider i realmarknaden.

Marknaden för realobligationer har däremot inte alls samma kapacitet att växa som marknaden för statsobligationer. Den reella och potentiella gruppen investerare är betydligt mindre, vilket begränsar flexibiliteten, framför allt på kort men även på lång sikt. I jämförelse med statsobligationer är investerarbasen i huvudsak inhemsk. Med detta sagt är det naturligtvis ändå möjligt att under en längre period signifikant öka den utestående stocken av realobligationer.

Den årliga upplåningen i realobligationer är för närvarande så liten att det inte finns utrymme att dra ned den ytterligare utan att långsiktigt skada marknaden. Om statsskulden blir betydligt mindre kan vi komma till en punkt där vi bör överväga att avveckla realskulden. Det är dock ett stort steg i och med att det torde göra startsträckan lång om det senare visar sig att vi på nytt behöver få igång marknaden.

Den utestående stocken av realobligationer kan naturligtvis minska från dagens nivåer, men då med en gradvis allt mer försämrade likviditet och prissättning som följd. Det vore sannolikt inte kostnadseffektivt att köpa tillbaka lån i syfte att minska andelen utan realskulden skulle vid en av-

veckling av upplåningen få minska i samband med att lån förfaller.

Några starka kostnadsskäl att i ett läge med liten stats-skuld upprätthålla realmarknaden finns sannolikt inte. Hit-tills har vi visserligen lånat billigare i realobligationer än i motsvarande löptider i nominella statsobligationer. Det är dock inte troligt att realupplåningen ger motsvarande rela-tiva besparing framöver. Jämfört med situationen då real-obligationerna först introducerades är inflationsmålet nu väl etablerat. Skyddet mot inflationsrisk värderas därför inte längre lika högt. Investerarna vill i stället ha kompen-sation för sämre likviditet och djup än i den nominella obli-gationsmarknaden.

Det behöver å andra sidan inte innebära att kostnaderna blir högre. Argumentet för bibehållen realupplåning får snarare ökad tyngdpunkt i diversifiering och bredare inve-sterarbas, dvs. en avlastning av den nominella obligations-upplåningen. Dessa skäl får dock liten relevans om stats-skulden permanent blir betydligt mindre.

#### *Valutaupplåning*

Obligationer i utländsk valuta är det låneinstrument där vi har möjlighet att låna störst belopp, framför allt på kort och men sannolikt även på lång sikt. Här har vi potentiell till-gång till hela världens investerare och den svenska staten är en liten aktör i en gigantisk marknad. Om upplåningen skulle behöva öka kraftigt på kort tid skulle vi därför sanno-ligt täcka en stor del av lånebehovet via obligationer i ut-ländsk valuta.

I vad mån detta skulle betyda ökad valutaexponering beror på omständigheterna i övrigt. I princip kan valutariskerna hanteras med derivat, men det är inte givet att de markna-derna fungerar väl i en akut krissituation. I vilket fall kan det bli kostsamt. Visar sig skuldökningen vara varaktig finns det skäl att minska valutaskulden genom att successivt öka upplåningen i nominella obligationer.

Då skulden minskar eller är liten minskar vi upplåningen i obligationer i utländsk valuta och prioriterar upplåning i kronor. Det motsvarar det läge där vi nu befinner oss. En-ligt nuvarande planer kommer vi endast att ge ut valutalån för att refinansiera lån som tagits upp för att förstärka Riksbankens valuta-reserv.

Att på ett korrekt sätt uppskatta kostnaden för valutaupp-låning jämfört med upplåning i kronor är en komplex upp-gift, inte minst därför att det är svårt att bedöma hur pris-sättningen på den inhemska marknaden hade sett ut om vi hade lånat avsevärt mer i kronor. När skulden är mycket stor och växande är upplåning i utländsk valuta sannolikt en viktig del av upplåningen eftersom kronmarknaden är mer begränsad. I det läget har relativkostnaden därför mindre betydelse.

I ett scenario med betydligt mindre skuld är det mer rele-vant att jämföra kostnaderna. Fram till Lehman-krisen lå-nade vi endast i utländsk valuta om den bedömdes bli bil-ligare än att swappa kronupplåning till utländsk valuta. Un-der krisen tog vi upp lån med obligationer i utländsk valuta för att täcka ett snabbt växande lånebehov och av försik-tighetsskäl: i fall finansieringsbehovet skulle bli mycket be-kymmersamt. Även om det då blev något dyrare än att låna i statsobligationer finns det skäl att anta att de samman-tagna kostnaderna blev lägre än om vi skulle ha genomfört motsvarande uppdragning av obligationsupplåningen.

Då skulden är liten eller snabbt krympande blir det nöd-vändigt att, liksom i nuvarande läge, prioritera upplåning i statsobligationer. Eftersom vi upprätthåller obligations-upplåningen i utländsk valuta genom vidareutlåningen till Riksbankens valuta-reserv uppstår heller inte något pro-blem med att upprätthålla investerarbasen i denna mark-nad.

Om och när vidareupplåningen till Riksbanken upphör finns det däremot skäl att på marginalen behålla denna marknadskontakt. Ett eller par lån varje år i dollarmarkna-den kan vara befogat för att upprätthålla viktiga investe-rarrelationer i fall de behöver utnyttjas vid en framtida kris-situation. Närmare avvägningar gentemot statsobligationer måste dock naturligtvis göra under enskilda år eftersom statsobligationerna till syvende och sist är vår kärnupplå-ning.

I de kvantitativa analyser som användes som stöd för att ta fram nuvarande andelar av de olika skuldslagen antogs den långsiktiga kostnaden för upplåning i realmarknaden och valutamarknaden vara densamma som för kronmark-naden. Vi kommer att titta närmare på förväntade kostna-der för de olika skuldslagen i de kvantitativa analyser som vi kommer att genomföra under nästa år.

#### *Summering*

Med utgångspunkt i den här genomgången av skuldsla-gens egenskaper och förutsättningarna att öka respektive minska upplåningen kan vi i kommande avsnitt redovisa våra överväganden avseende en betydligt större respektive betydligt mindre statsskuld. Som torde ha framgått bedö-mer vi att en kraftig minskning av skulden innefattar de svåraste avvägningarna.

Det betyder inte att en situation med en snabbt stigande skuld är fri från utmaningar. Däremot är de av en annan karaktär. De torde i sista hand, liksom under den svenska 1990-talskrisen, komma att handla mer om att rent prak-tiskt sälja den volym statspapper som behövs och mindre om strategiska vägval.

Om vi föreställer oss mindre dramatiska förlopp med en något större skuld är utmaningen än mindre dramatisk. Den situationen är välbekant i och med att vi relativt nyli-

gen hade en betydligt större skuld, både absoluta och i relativa termer.

En markant mindre skuld är något helt annat. Det är 20 år sedan statsskulden var mindre än 1 000 miljarder kronor och tänker vi oss en skuld under 600 miljarder får vi gå tillbaka till tiden före övergången till en marknadsbaserad upplåning under mitten av 1980-talet. De erfarenheterna har litet värde för den aktuella diskussionen.

Det som ytterligare komplicerar bilden är att hur staten väljer att agera när skulden är liten kan påverka förutsättningarna att hantera en situation när den plötsligt ökar.

Dessa förhållanden gör att tonvikten i den följande diskussionen ligger på fallet med en liten statsskuld.

## 2.7 Andelar och löptider med betydligt större skuld

### *Realskuldens andel minskar sannolikt*

Om statsskulden skulle bli betydligt större blir det, åtminstone om skulden växer snabbt, svårt att klara nuvarande andel. Realmarknaden dominerar av ett litet antal i huvudsak svenska aktörer och deras vilja att öka sina innehav är sannolikt begränsad. I dagsläget har vi inte möjlighet justera realskuldens andel via derivat. Det är dock svårt att kvantifiera vid vilket nivå på statsskulden det skulle bli aktuellt att minska realandelen.

### *Valutaskuldens andel skulle kunna behöva öka*

Även statsobligationsmarknaden kan utgöra en restriktion. Detta gäller framför allt om skulden växer snabbt. I grunden handlar emellertid upplåningen i statsobligationer om den ränta som långivarna kräver för att hålla en viss stock. Erfarenheter från vår omvärld antyder att den begränsande faktorn är när betalningsförmågan ifrågasätts och räntan blir så hög att skuldnivån inte betraktas som uthållig.

Upplåning med obligationer i utländsk valuta kan avlasta kronmarknaden genom att investerargrunden i euro och dollar är betydligt större. Detta gäller framför allt när skulden växer snabbt.

Vi kan använda swappar eller valutaterminer för att minska exponeringen i utländsk valuta. Under 2009 tog vi upp stora lån i utländsk valuta utan att säkra växelkursrisken. Denna ökade valutaexponering tog vi som position i syfte att tjäna pengar när kronan väl stärktes, men icke desto mindre var valutaexponeringen under en period betydligt högre än 15 procent.

Vid en snabbt växande statsskuld kan det uppstå situationer där det ter sig dyrt eller riskfyllt att fortsätta begränsa valutaexponeringen till 15 procent. Om andelen skulle behöva höjas eller inte är således beroende på bakgrunden till att skulden stiger och hur marknadsförutsättningarna, kostnader och risker ser ut.

### *Längre räntebindningstid*

Eftersom Riksgälden är en stor aktör i den svenska räntemarknaden försöker vi fördela volymen swappar jämnt över tiden för att inte påverka marknadsprissättningen. Trots detta finns en gräns för hur stora volymer vi kan göra per år.

Som mest har volymen ränteswappar varit i storleksordningen 50 miljarder kronor årligen. Vi bedömer att volymer i den storleksordningen är vad vi maximalt kan genomföra under ett år, det finns också en viss risk att marknaden för längre swappar kan bli tunnare framöver.

Om statsskulden är stor är det därför inte säkert att vi kan uppnå önskad räntebindningstid med hjälp av ränteswappar. Frågan är då vilken räntebindningstid som är önskvärd.

Vi kommer att analysera detta vidare men det är knappast möjligt att kvantitativt bestämma en optimal räntebindningstid för en given nivå på statsskulden.

De känslighetsanalyser vi gjort, som refererades tidigare, visar exempelvis att det krävs stora förändringar i räntebindningstiden för att riskmässigt kompensera för variationer i skuldens storlek. Så stora variationer i räntebindningstiden beroende på hur statsskulden och lånebehovet utvecklas skulle vara både kostsamma och praktiskt svåra att genomföra.

Tidigare simuleringar indikerar att en räntebindningstid i den nominella skulden runt tre år ger en god avvägning mellan kostnad och risk. Vår preliminära slutsats är därför att det är rimligt att utgå från drygt tre år, men att riktvärdet bör sättas med hänsyn till att volymen ränteswappar bör vara rimlig i förhållande till marknads storlek och med beaktande av refinansieringsrisken i statsskulden.

## 2.8 Andelar och löptider med betydligt mindre skuld

### *Upplåning i ett scenario med betydligt mindre skuld*

I ett scenario med betydligt mindre skuld har vi inte möjlighet att upprätthålla upplåningen i samtliga låneinstrument vi använder i dag. För att säkerställa målet att långsiktigt minimera kostnaden med beaktande av risk bör vi prioritera de skuldslag där vi har möjlighet att låna avsevärt mer om behovet skulle uppstå i framtiden. Innan vi lägger ned upplåning i ett skuldslag bör vi ta hänsyn till kostnaden för att vid behov behöva bygga upp marknaden på nytt.

Mot den bakgrunden har upplåning i statsobligationer högst prioritet i ett scenario med liten skuld. Den har stort djup om lånebehovet ökar samtidigt som vi bevarar infrastrukturen och därmed framtida lånemöjligheter om det skulle uppstå stora finansieringsbehov.

En krympande statsskuld kommer så småningom att aktualisera frågan om färre instrument och skuldslag i stats-

skulden. I första hand måste frågan ställas om statsskuldväxlarna kan avvecklas. Här måste dock först frågor om bland annat möjligheten att klara likviditetsförvaltningen på ett betryggande sätt utredas.

I andra hand kommer realobligationsstocken att minska i takt med kommande förfall och ersättas med statsobligationer. Det blir då frågan om en gradvis process snarare än ett abrupt beslut om avveckling. Syftet med att minska realandelen i skulden är att upprätthålla en rimlig likviditet och investerarbäsa i statsobligationer.

Stocken utestående nominella obligationer kan sannolikt krympa något förutsatt aktiva byten mellan obligationsserier för att upprätthålla likviditeten i de mest handlade löptiderna. Likviditeten är fortfarande god, men redan nu finns farhågor från investerarkåll om sämre likviditet och ökad volatilitet under kommande år. Vi återkommer till problematiken i *avsnitt 3, Beredskap och refinansieringsrisker*.

Diskussionen om hur vi prioriterar mellan olika skuldslag i ett scenario med liten skuld har endast bäring på riktlinjerna i den mån vi i en mer avlägsen framtid minskar andelen realskuld i riktlinjerna. Valutaandelen kan bibehållas med swappar eller valutaterminer beroende på bedömningen av kostnader, risker och behov av diversifiering.

#### *Valutaskuldens andel kan vara oförändrad*

När skulden minskar drar vi i första hand ned på obligationsupplåningen i utländsk valuta. Detta har vi redan åstadkommit eftersom vi inte ger ut obligationer i utländsk valuta annat än inom ramen för vidareutlåningen.

Även om vi inte tar upp några valutalån kan vi ändå skapa den exponering vi önskar via ränteswappar mellan olika valutor, cross currency swaps, eller valutaterminer. När lånebehovet är litet utgör inte derivatmarknaden någon begränsning. Här har vi för närvarande inte annat underlag än det som tidigare legat till grund för beslutet om 15 procents valutaandel. Om det ändå skulle vara befogat att minska andelen valutaskuld bör därför utredas närmare från diversifierings- och kostnadsperspektiv med ytterligare kvantitativt underlag.

#### *Realskuldens andel kan krympa på sikt*

När statsskulden blir mindre låter vi som nämnts ovan realskuldens storlek minska gradvis i takt med att lån förfaller. Att minska realskuldens andel via återköp skulle sannolikt bli dyrt. Vi har tidigare även diskuterat möjligheten att byta gamla lån mot nya för att "förtidsbetala" upplupen inflationskompensation och på så sätt få ned andelen realskuld. En sådan diskussion kan naturligtvis tas upp igen men även byten riskerar att bli kostsamma om det skulle ske i större skala.

Det betyder att om statsskulden minskar kan realandelen periodvis ligga över riktvärdet 25 procent. År 2015 förfaller realobligationen med nummer 3105 på motsvarande 60 miljarder kronor. Beroende på statsskuldens storlek kan realandelen då falla så att den blir något lägre än 25 procent.

Om skulden i en framtid skulle öka igen så kan realupplåning långsiktigt både avlasta övriga lånemarknader och bidra till att minska risken i portföljen, på samma sätt som den gjorde under perioden med stor skuld från mitten av 1990-talet. Det finns därför inga avgörande skäl att redan nu ta ställning till när och om realskulden ska "avvecklas" eller om andelen ska krympas.

#### *Kortare räntebindningstid*

Vår sammanvägda bedömning är att det skulle finnas utrymme för en kortare räntebindningstid i ett scenario med mindre statsskuld. Notera återigen att räntebindningstiden avser den exponering som uppnås med derivat. Refinansieringsrisken skulle inte öka utan snarast minskas genom att ökad vikt läggs på statsobligationer.

De marknadsmässiga förutsättningarna att förkorta räntebindningstiden ökar också om statsskulden minskar. Minskat lånebehov i statsobligationer innebär att en större andel av upplåningen kan swappas till kort ränteeponering. Skulle växelmarknaden läggas ned kan det emellertid momentant uppstå en förlängning av räntebindningstiden.

### 3 Beredskap och refinansieringsrisker

I grunden gäller att en liten skuld är en styrka och en fördel för en stat. Det håller nere lånekostnaderna och gör det möjligt att möta en kris genom att låna stora belopp, utan att statsskulden blir alltför stor. Samtidigt finns det exempel på att en stat snabbt kan komma i svårigheter även om statsfinanserna är i gott skick i utgångsläget. Det krävs åtgärder i många dimensioner för att kunna hantera de utmaningar som uppstår om ett land hamnar i en sådan kris-situation.

En av flera förutsättningar för att en stat smidigt ska kunna hantera stora finansieringsbehov i ett krisläge är att infrastrukturen för upplåning finns på plats. Infrastrukturen omfattar många delar: regelverk, institutioner (skuldkontor), kunskap i form av humankapital och system, tillgång till marknader och köpare av statspapper (investerarbas), legala förutsättningar med till exempel nödvändiga avtal, återförsäljare, andrahandsmarknader och likviditet.

Under krishantering 2008–2009 var det möjligt för de flesta stater som fick stora lånebehov att finansiera stöd- och räddningspaket, finanspolitiska stimulanser och skattebortfall. Detta hade varit ogörligt om det inte funnits väl etablerade institutioner, marknader och investerare; det har funnits mekanismer och aktörer som kunnat utnyttjas för täcka omfattande finansieringsbehov.

Om statsskulden minskar är det viktigt att av beredskaps-skal se till att den nödvändiga infrastrukturen bevaras. I det här avsnittet utvecklar vi diskussionen av de utmaningar som skapas av en minskande statsskuld och vilka åtgärder som kan krävas för att värna förutsättningarna för en god framtida beredskap att hantera situationer då vi kan tvingas att finansiera stora underskott.

#### 3.1 Erfarenheter från finanskrisen

Erfarenheter och lärdomar för skuldförvaltning av de senaste årens kris har diskuterats intensivt i olika sammanhang. Inte minst har ämnet kommit upp på internationella möten mellan skuldkontor och inom ramen för OECD, IMF:s konsultationer om skuldförvaltning och EU.

I juni 2010 hade IMF en konsultation om skuldförvaltning i Stockholm. Några av de slutsatser som IMF drog finns summerade i vad som kommit att kallas för *Stockholm principles*. I dessa framhålls bland annat vikten av flexibilitet för att värna likviditeten i andrahandsmarknaden, transparent och förutsägbar skuldförvaltning, nära och kontinuerlig dialog med investerare, god kommunikation med andra relevanta myndigheter, och inte minst: även om kostnadsminimering fortfarande är det medelsiktiga målet bör större vikt läggas på att begränsa riskerna i skuldportföljen givet den ökade exponeringen för makroekonomiska och finansiella risker under senare år.

Det är ännu för tidigt att summera några definitiva slutsatser men det kan vara värt att här ändå återge några tenta-

tiva och preliminära förslag som har utkristalliserats i diskussionen och som har relevans för länder som Sverige. Det bör samtidigt understrykas att flera slutsatser är som mest akuta för stater med betydligt större skuldsättning och trovärdighetsproblem än Sverige, andra berör framför allt utvecklingsländer.

En viktig erfarenhet är att skuldförvaltare behövde vara mer kreativa och flexibla när det gäller instrumentmix, försäljningsformer och tidpunkter för att möta snabbt växande finansieringsbehov. För svensk del vidtogs på ett tidigt stadium omfattande upplåning både i utländsk valuta och i kronor utanför de normala programmen. Ett 30-årigt lån kunde ges ut genom att utnyttja den starka efterfrågan på långa löptider. Denna strategi hade inslag av så kallad refinansiering med innebörden att vi initialt fick tillgång till en likviditetsbuffert. Extra emissioner i statsskuldväxlar gjordes för att värna den finansiella stabiliteten.

Det är viktigt att förbättra motståndskraften mot makroekonomiska- och finansieringschocker. Skuldstrukturen behöver anpassas för att förlänga och utjämna löptiden till förfall och reducera finansierings- och likviditetsrisker. Detta kan ske genom att förlänga löptiden i upplåningen och med hjälp av till exempel byten. Flera länder tvingades möta ett snabbt stigande upplåningsbehov med stora lån i de korta löptiderna. Efterhand har dessa lån lagts om till längre löptider. Omfattande kort upplåning medför att de årliga upplåningsvolymerna blir mycket stora. Genom att förlänga löptiden minskar exponeringen för turbulens i marknaden eftersom den lånevolym som måste rullas blir mindre.

Likviditetsbuffertar kan utgöra ett komplement i en sådan strategi. En buffert kan användas för att brygga över tillfällig marknadsstörningar.

Sverige behövde aldrig utnyttja möjligheten att låna stora volymer i statsskuldväxlar utan mötte det växande upplåningsbehovet med obligationsupplåning. I praktiken kom därför löptiden i statsskulden att förlängas. Den svenska skuldstrukturen är därför mer robust än i ånga andra länder.

En viktig del av strategin att reducera riskerna i statsskulden är att stödja likviditeten i andrahandsmarknaden. Sådana åtgärder minskar risken för misslyckanden i primärmarknaden och marknadsstörningar samt förbättrar prisinformationen. God likviditet är en förutsättning för en bred investerarbas.

Under krisen visade det sig att den inhemska investerarbasen fick en nyckelroll i statsupplåningen. Denna är mer stabil än den utländska. En slutsats kan därför vara att stärka banden med denna del av investerarbasen. Detta har också kommit att bli ett argument för realupplåning eftersom realobligationer normalt har en betydligt starkare hemmabas än nominella.

Även om den inhemska investerarbasen spelar en nyckelroll är det, inte minst för mindre länder, viktigt att kunna låna internationellt om upplåningsbehovet växer snabbt. Under senare år har det blivit viktigt för många skuldkontor att regelbundet låna även i utländsk valuta och ha tätare kontakter med investerare över hela världen. Ett viktigt motiv för detta är att kunna upprätthålla ett brett kontakt och investerarnät som kan utnyttjas om det behövs.

Slutligen är det viktigt för skuldförvaltare att stärka kommunikationen med investerare och andra intressenter. Det handlar å ena sidan om att emittenter måste få bättre förståelse för investerarfilosofi och andra faktorer som påverkar deras allokeringsbeslut. Detta gör det möjligt att bättre analysera sårbarheter och minska riskerna för tillgång till marknader. Öppenhet och transparens från emittentens sida är å andra sidan viktigt för att minska investerarnas osäkerhet om skuldutveckling och upplåningspolicy. Detta gäller inte minst öppenhet, transparens och tillgänglighet till viktiga data om skuldutveckling, skuldstruktur och upplåningsbehov.

### 3.2 Försämrade likviditet i marknaden för statsobligationer

Vår egen erfarenhet av den finansiella krisen liksom den internationella diskussionen som refereras ovan har stärkt oss i vår uppfattning att det är nödvändigt att bevara väl fungerande lånemarknader även under perioder då lånebehovet är litet.

Nominella statsobligationer är vårt viktigaste låneinstrument. Tack vare stort marknadsdjup och god likviditet lånar vi till mycket goda villkor. När lånebehovet successivt minskat har vi prioriterat upplåning i statsobligationer och i första hand dragit ned på annan upplåning, framför allt i utländsk valuta. Även realupplåningen har hållits på minimivå. Trots det får vi signaler om att statsobligationsmarknaden periodvis fungerat sämre.

Flera bedömare har på senare tid reviderat ned tillväxtutsikterna framöver men fortfarande pekar såväl våra egna som externa prognoser på att statsskulden fortsätter att minska på sikt. Samtidigt kan nya regleringar leda till ökade krav på banker och försäkringsbolag att inneha statspapper. Det kommer att ytterligare öka efterfrågan. Samtidigt minskar handeln i de utestående instrumenten, eftersom dessa aktörer ofta inte kan eller vill omsätta sina innehav. Det finns därför en oro bland både inhemska och internationella investerare för att likviditeten i obligationsmarknaden ska försämrats ytterligare, med ökad volatilitet och sämre prisinformation som följd.

Likviditetsproblemen beror inte enbart på att vi dragit ned på upplåningen och på ökad inhemsk efterfrågan. Sveriges starka statsfinanser har lockat nya utländska investerare till marknaden för kronobligationer. Det rör sig om placerare, exempelvis centralbanker, som sällan omsätter sina innehav och därför inte bidrar till aktiviteten på marknaden.

Med tanke på den oro som präglar andra länders statspappersmarknader torde den trenden fortsätta.

En allt större del av obligationsstocken kan således hamna hos aktörer med liten benägenhet att handla och att reagera på ränterörelser. Det kan leda till mindre likviditet i marknaden. Det kan också göra att ränterörelserna blir större i och med att aktörer som reagerar på prissignaler, och därigenom både behöver och ger likviditet, lämnar den svenska marknaden.

### 3.3 Konsekvenser för långsiktig kostnad och risk

Tillräckligt marknadsdjup och god likviditet är en förutsättning för att investerare ska efterfråga våra obligationer. Det gäller särskilt utländska aktörer. Skulle marknaden försämrats ytterligare riskerar vi således att investerarbasen minskar.

En mindre investerarbas behöver inte utgöra något problem så länge vi har ett litet lånebehov. Räntorna skulle sannolikt vara låga givet att marknaden domineras av aktörer som måste hålla statspapper av regleringsmässiga skäl. Samtidigt skapar en sådan utveckling en ny sorts risker, nämligen sådana som har att göra med förmågan att hantera en eventuell framtida krissituation där vi snabbt behöver låna stora belopp i en marknad med en för liten investerarbas för att absorbera det stora utbudet.

Om många placerare väljer att lämna svenska statsobligationer för att marknaden blivit för liten och illikvid, minskar djupet i marknaden, dvs. möjligheten att snabbt placera stora volymer utan att mer än marginellt höja räntorna. I det läget kan det ta tid och innebära stora kostnader att bygga upp investerarbasen och en väl fungerande statsobligationsmarknad på nytt.

Här finns diverse institutionella trögheter att ta hänsyn till. Med en liten utestående stock skulle svenska statsobligationer inte längre ingå i de globala index som vägleder många stora placerare. De skulle ha ersatts av andra tillgångar i fondernas placeringsriktlinjer och så vidare. Det skulle ta lång tid att vända en sådan utveckling och under den tiden skulle vi få betala betydligt högre räntor jämfört med den situation vi har i dag.

Även i andra lånemarknader kan minskad upplåning leda till högre kostnader och sämre beredskap. Jämfört med statsobligationsmarknaden bedömer vi emellertid att konsekvenserna för långsiktig kostnad och risk är mindre allvarliga. Dessutom räcker det med relativt sett betydligt mindre lånevolymer i övriga skuldslag för att begränsa den risken.

I våra valutalån har vi exempelvis inte alls samma behov av god likviditet som i statsobligationer. Infrastrukturen finns också på plats oavsett hur den svenska staten agerar därför att den internationella räntemarknaden används av



så många aktörer. Här fungerar alltså normalt en mer opportunistisk upplåningsstrategi.

En slutsats som många andra skuldkontor dragit av den pågående krisen är att det är en styrka med regelbundna emissioner på dessa marknader för att de ska vara tillgängliga i ett krisläge. Om krisen har nationella orsaker torde det behovet vara mer begränsat, men som förberedelse för att hantera störningar av internationell dimension är det en klar fördel att ha återkommande emissioner i utländsk valuta. Det gäller framför allt dollarmarknaden. Det ger en säkrare tillgång till investerare om det är fråga för dem att öka ett innehav än att besluta att börja placera i svenska statspapper. Av beredskapsskäl bör vi därför ha en viss närvaro på valutamarknaden, även om närvaron kan vara relativt begränsad. Som hållpunkt skulle ett eller två benchmarklån i dollar kunna fylla en sådan funktion. För närvarande kan vi tillgodose det behovet i och med att vi lånar i utländsk valuta för Riksbankens räkning.

### 3.4 Behov av viss minsta obligationsupplåning

Vår bedömning är således att den nominella obligationsmarknaden riskerar att påverkas mest om statskulden blir liten eller minskar snabbt. Samtidigt är den viktigast om staten på nytt behöver låna stora belopp. Häri ligger en utmaning. Marknadsvård har länge varit ett viktigt begrepp i statskuldsförvaltningen, men i ett läge med en markant lägre skuld får det en vidare innebörd.

Vi vidtar de åtgärder vi kan för att förbättra likviditeten i statsobligationsmarknaden. Bland annat kan vi genomföra byten mellan statsobligationer för att öka volymen i de lån som är referenslån i terminsmarknaden. Med de små lånevolymer vi har finns emellertid en tydlig risk att sådana åtgärder inte räcker till. Vi bedömer att det behövs en viss minsta skuldstock för att inte riskera att marknaden försämras ytterligare.

Eftersom vi redan dragit ned finansieringen i andra skudslag till ett minimum ser vi ingen möjlighet att ersätta annan upplåning med statsobligationer för att på så sätt hålla uppe emissionsvolymen. Vi bedömer att statskuldväxelsstocken inte kan minska ytterligare och vi ger inte ut några valutalån annat än för vidareutlåning till Riksbanken. Den utestående stocken realobligationer kan däremot minska på sikt för att frigöra utrymme för statsobligationer. Det förfaller emellertid inget större reallån förrän 2015. Återköp av realobligationer skulle sannolikt innebära stora kostnader. Ett återköpsprogram skulle påverka prissättningen i marknaden avsevärt.

Mot den här bakgrunden ser vi skäl att öppna för möjligheten att ha en viss upplåning i statsobligationer utöver vad som krävs för att finansiera statens löpande betalningar och förfallande lån. Ett sätt att formulera ett sådant uppdrag är att säga att Riksgälden ska se till att den nominella obligationsstocken hålls över en viss miniminivå.

Sådan extra upplåning skulle ge staten ett kassaöverskott. Vi bedömer att överskottet skulle kunna placeras med låg risk och ändå ge tillräcklig avkastning för att täcka kostnaden för lånen. Möjligheten att behålla en viss årlig lånevolymer skulle därför utgöra en billig försäkring mot risken att marknaden försämras.

Ett kassaöverskott placerat i likvida tillgångar ger dessutom en viss extra buffert i ett extremt krisläge där upplåningsmöjligheterna av någon anledning är tillfälligt begränsade. Vi bedömer därför att upplåning av det här slaget kan uppfattas som en billig – sannolikt kostnadsfri – försäkring mot statsfinansiella påfrestningar på längre sikt, men även ge visst skydd på kort sikt i en akut kris.

En redovisningsmässig följd av detta är att skillnaden mellan brutto- och nettoskulden skulle öka. Nettoskulden avser i detta sammanhang nettot efter tillgångar i likviditetsförvaltning, vidareutlåning till Riksbanken och den här diskuterade överupplåningen. Nettoskulden, som mäter statsfinansernas reella styrka, skulle fortsätta att minska till följd av överskottet i staten reguljära betalningar. Bruttoskulden däremot skulle ligga kvar på en högre nivå, eftersom den är summan av alla utestående låneinstrument och inte beaktar tillgångar. Vi bedömer att det inte ska vara något problem att förklara dessa samband för placerare och andra, särskilt som det går att visa att skillnaden mellan brutto och netto är hänförlig till likvida tillgångar. Bruttoskulden skulle dessutom ligga kvar på låg nivå, både i ett internationellt och historiskt perspektiv.

#### *Tillgångsförvaltning i praktiken*

Vi vill understryka att vi har mycket svårt att se några egentliga refinansieringsrisker för Sveriges del på kort sikt. Som framgår ovan är huvudsyftet med extra upplåning att upprätthålla likviditet och infrastruktur på obligationsmarknaden för att säkerställa god låneberedskap även i framtiden. Detta skulle emellertid även skapa ett kassaöverskott som bidrar till att minska refinansieringsriskerna i statskulden. Om det uppstår stora finansieringsbehov finns möjligheter att sälja av tillgångar för att minska påfrestningarna på lånemarknaden. Frågan är då hur överskottet bör förvaltas. Det skulle föra för långt att redan på detta stadium föreslå riktlinjer för förvaltningen av dessa tillgångar. Resonemangen nedan ska inte ses som skarpa förslag utan syftar till att ge några utgångspunkter för en fortsatt utredning.

Var ansvaret för förvaltningen av tillgångarna bör ligga är inte givet och bör utredas ytterligare. Vår preliminära bedömning är att det mest effektiva vore att upplåning och placering av överskott hanteras av samma myndighet. Med ett sådant upplägg är det lättare att ta hänsyn till marknadsförutsättningarna i planeringen av exempelvis derivatransaktioner för att hantera ränte- och valutarisker. Man skulle också eliminera behovet av informationsöverföring och betalningar som skulle krävas om upplåning och placering hanterades på olika håll.

Som nämnts kan tillgångsportföljen fylla funktionen av buffert i en eventuell krissituation. I ett sådant läge kan man behöva ta ställning till att sälja tillgångar som ersättning för upplåning om det till följd av krisen visar sig svårt eller mycket dyrt att låna. Om flera myndigheter är berörda kan effekten bli längre ledtider och försvåra möjligheten att göra en samlad bedömning av de alternativ som står till buds.

Eftersom vi redan har utarbetade rutiner för att förvalta överskott inom ramen för likviditetsförvaltningen, redan i dag placerar vi mycket stora belopp i tillgångar, ser vi därför inga skäl till varför förvaltningen av de här diskuterade överskotten skulle ske utanför Riksgälden. Det nya är att de överskott som här skulle vara aktuella kan komma att bestå under längre tid och kunna omfatta större belopp. Det motiverar en vidgning av tillgängliga placeringsinstrument, särskilt vad gäller löptiden.

Vi bedömer att det är lämpligt att i huvudsak placera i utländsk valuta. Kronpapper, t.ex. bostadsobligationer, skulle visserligen ge en säker räntemarginal, men det är olämpligt av konkurrensneutralitetsskäl att staten blir en stor placereare i den inhemska marknaden. Utländska papper, i första hand statspapper, är därför att föredra. Eftersom upplåningen är i kronor bör i så fall valutarisken elimineras med hjälp av derivatinstrument.

Med denna placeringsinriktning skulle det finnas likheter med Riksbankens valutaeserv. Skillnaden i upplåningens syfte och medlens användning gör dock att någon risk för sammanblandning inte bör uppstå.

Riksgäldens transaktioner är dessutom valutaneutrala – köp av valutatillgångar matchas löptids- och valutamässig av motsvarande upplåning (valutaskuld).

I den mån Riksgälden har behov att växla mellan kronor och utländsk valuta bör dessa hanteras enligt samma praxis som övriga växlingar. De ska med andra ord spridas ut och fördelas jämnt över tiden. Sådana transaktioner bör därför kunna hanteras lika smidigt som Riksgäldens övriga växlingar.

#### *Ett exempel*

För att ge ytterligare konkretion om vad den föreslagna hanteringen i praktiken skulle handla om ges här ett stiliserat exempel.

Vi ger ut 2 miljarder kronor av en tioårig statsobligation i en situation där lånebehovet är så litet att emissionerna i annat fall blir helt marginella.

Lånet swappas till räntexponering i euro med en ränteswapp mellan olika valutor, *cross currency swap with initial and final exchange*. Vi mottar en kronränta i swappen som eliminerar exponeringen i obligationsräntan och betalar i stället en euroränta med samma räntebindningstid som

den tillgång vi avser att placera i. Samtidigt köper vi euro för hela beloppet inom ramen för swapptransaktionen. Säg att vi då får 220 miljoner euro vid rådande växelkurs. Detta är en standardtransaktion som vi regelmässigt använder när vi skaffar oss valutaexponering med derivat och är helt ekvivalent med ett reguljärt valutalån.

För eurobeloppet köper vi tyska statsobligationer för 220 miljoner euro med samma räntebindningstid som vi swappat kronlånet till. Både skulden (våra swappade statsobligationer) och tillgången har nu samma valuta, belopp och räntexponering. Varken skuldandelar eller löptider (mätt som räntebindningstid) i statsskulden har således påverkats. Med givna och oförändrade riktlinjer så blir dessa styrande för vår överupplåning med valuta- och löptidsmatchning som följd.

När vår statsobligation förfaller måste vi köpa euro för att betala lånet – kom ihåg att vi i exemplet swappat vår statsobligation till euro. I swappen gjordes nämligen också en valutatermin där vi förband oss att köpa 2 miljarder kronor för 220 miljoner euro, vilket innebär att vi behöver 220 miljoner euro vid swappens stängning.

Detta eurobelopp får vi av tyska staten när den tyska statsobligationen förfaller och vi behöver därför inte köpa euro på marknaden. För de 220 miljoner euro vi får, köper vi 2 miljarder kronor i enlighet med avtalet i swappen. Med dessa kronor kan vi sedan betala tillbaka det ursprungliga obligationslånet.

Hanteringen har således inte inneburit någon valutaexponering och inte någon ränterisk. Vad vi har gjort är att med ett valutalån (statsobligation och swapp) köpt en tillgång i utländsk tillgång: växelkursen och valutamarknaden påverkas därmed inte.

En annan fråga är om det uppstår några kostnader i dessa transaktioner. Kostnaderna beror på våra obligationsräntor, de tyska obligationsräntorna och swappspreadarna i kronor respektive euro. Marknadsförhållandena kan naturligtvis ändras men vid den prissättning som råder i skrivande stund skulle vi tjäna på transaktionen.

Marknadsförhållandena kan naturligtvis ändras men denna typ av överupplåning kommer i fråga först då det råder stor efterfrågan på våra statsobligationer. I ett sådant läge bör våra lånekostnader vara låga. I en situation där vi behöver låna större belopp med sannolikt sämre räntevillkor och möjligen även sämre relativa räntevillkor gentemot andra emittenter, förlorar överupplåningen i aktualitet. I ett sådant läge kan i stället kassatillgångarna utnyttjas som buffert för att undvika stora påfrestningar och att de kortsiktiga lånebehoven blir stora.

De tillgångar vi köper bör utgöras av räntebärande värdepapper med god kreditkvalitet. Till denna kategori bör till exempel statspapper utgivna av exempelvis de franska, finska eller holländska staterna och vissa så kallade *supra-*

*nationals* som EIB, Världsbanken och NIB kunna räknas. Marginalen för vår del blir då kostnads- och riskmässigt god.

Inga tillgångar är naturligtvis helt riskfria men kreditrisken i värdepapper utgivna av de emittenter som nämnts ovan måste betraktas som närmast försumbar. Marknadsriskerna som ränterisk och valutarisk kan neutraliseras med hjälp av derivat. Motpartsriskerna i derivattransaktionerna hanteras genom att vi tar emot säkerheter om derivatkontraktets marknadsvärde stiger. Verksamheten bör således kunna bedrivas utan kostnader och med marginell risk.

I en eventuell krissituation kan det bli aktuellt att sälja tillgångar som alternativ till nyupplåning. Det skulle då kunna innebära att vi realiserar en förlust i tillgångsportföljen. Den eventuella förlusten måste dock i så fall vägas mot alternativkostnaden för att låna eftersom detta endast skulle bli aktuellt i en situation där vi får svårt att låna eller åtminstone där lånekostnaden är hög. Genom samordning av upplåningen och hanteringen av tillgångsportföljen skapas förutsättningar att väga alternativet att sälja mot att låna på ett ändamålsenligt sätt.

#### *Vidare utredning*

Riksgälden bedömer att ett beslut att ge oss mandat att låna mer än vad som behövs för att täcka statens löpande betalningar kräver ytterligare utredning. Det gäller både den formella regleringen och den praktiska uppläggningsen, inte minst av förvaltningen av kassaöverskottet.

När det gäller det formella kraven skulle visserligen en åtgärd som innebär lägre risker utan att medföra några kostnader eventuellt kunna motiveras enbart med hänvisning till målet för statsskuldsvårdningen, långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk, och Riksgäldens marknadsvårdsuppdrag. Med tanke på att det innefattar upplåning för ett ändamål som inte finns upptaget i budgetlagens regler om statsskuldsvårdning är dock detta varken lämpligt eller möjligt. Som för all annan statlig upplåning måste det finnas ett tydligt riksdagsmandat.

Mandatet skulle kunna lämnas genom att det införs en ny punkt i budgetlagens uppräkningslista av ändamål för vilka regeringen (Riksgälden) har mandat att låna. Alternativt skulle det kunna byggas på ett budgetbeslut. I så fall skulle det omfattas av budgetlagens villkor att lånet får tas upp för att finansiera "andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut".<sup>2</sup> Vägvalet i detta avseende spelar mindre roll för möjligheten att uppnå syftet med åtgärden.

Ytterligare överväganden behövs för att ta ställning till hur Riksgäldens upplåningsmandat ska utformas. Det förslag som nämns ovan är att ange en lägsta nivå på den nominella obligationsstocken, men det kan finnas andra alternativ.

Principiella skäl talar för att en eventuell beloppsgräns bör anges av riksdagen. Beloppsmässigt öppna låneordningar bör bara komma ifråga om det är rör sig om upplåning som behövs i mer exceptionella lägen. I den nuvarande budgetlagen gäller det upplåning för att tillgodose behovet av statspapper, liksom för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv. Med tanke på att det här vore fråga om ett långsiktigt mandat bör riksdagen kunna ange ett belopp utan att detta skapar låsningar som förtar effekten av åtgärderna.

Även ramarna för hanteringen av överskottet torde kräva ytterligare överväganden. Dessa torde i första hand ligga vid sidan av de nuvarande årliga riktlinjerna. Det är rimligt att utgå från den nuvarande principen i riktlinjerna att tillgångar som uppstår i statsskuldsvårdningen nettas bort vid beräkningar av andelar och löptider. Så påverkas till exempel inte valutaandelen i statsskulden av valutaupplåningen för Riksbankens räkning, eftersom Riksgälden har motsvarande fordringar i utländsk valuta på Riksbanken. Överupplåning som motsvaras av matchande placeringar påverkar inte heller den exponering som regleras av riktlinjerna, vare sig avseende löptid eller skuldandelar. Det bör därför övervägas om det behövs särskilda kompletterande riktlinjer från regeringens sida för att vägleda Riksgäldens hantering av överskottsmedlen.

Riksgälden är berett att bistå regeringen med underlag för de beslut som behöver fattas med anledning av dessa förslag. Enligt vår bedömning brådskar inte besluten i dessa frågor i den bemärkelsen att statspappersmarknaden eller infrastrukturen riskerar att snabbt försämrats redan under detta eller nästa år. Däremot kan det vara av vikt för att behålla investerarnas intresse för den svenska marknaden att regeringen markerar att den är medveten om den pågående diskussionen och är beredd att överväga åtgärder för att stötta marknaden.

### **3.5 Statspappersmarknadernas roll i ett vidare perspektiv**

Den föregående diskussionen gäller de statsskuldspolitiska aspekterna på följderna av att statsskulden blir avsevärt mindre än vi är vana vid. Det är naturligt med tanke på att det är här Riksgäldens primära ansvar ligger och det är i anslutning till förslaget till riktlinjer för statsskuldsvårdning som frågan väcks.

Vi vill emellertid uppmärksamma att ett läge där statsskulden är avsevärt mindre kan skapa spänningar även av annat slag och på andra områden. Det primära syftet med att ge ut statspapper är att finansiera statsskulden, men på mer eller mindre goda grunder har statspapper getts – eller kommit att spela – en viktig roll även i andra avseenden. Detta har delvis att göra med att staten erbjuder skuldebrev som när det gäller kreditvärdighet och likviditet saknar motsvarighet i den privata sektorn. Länge har statens behov av att ge ut statspapper varit så stort att det inte uppstått någon konflikt mellan dessa roller. Men precis som på andra områden gäller att ett medel inte generellt

<sup>2</sup> Se budgetlagen (2011:203), 5 kap. 1 §.

kan antas kunna användas för att uppnå två mål. I diskussionen om följderna av en minskad statsskuld bör därför i förlängningen även dessa övriga roller uppmärksammas.

Ett exempel på detta är den särställning som statspapper ges i regleringen av banker. Banker förväntas hålla likvida tillgångar som gör att de kan möta oväntade påfrestningar i form av uttag eller utestängning från reguljära kortfristiga finansieringsmarknader. Detta bygger på förutsättningen att statspapper verkligen är de mest likvida tillgångarna (undantaget direkta fordringar på centralbanken). En utveckling som innebär att likviditeten i statspappersmarknaden försämrats påverkar även bankernas motståndskraft mot likviditetsstörningar.

Betydelsen av statspapper för finansmarknaderna illustrerades tydligt under finanskrisen. Under en period direkt efter Lehman Brothers konkurs var statspapper i stort sett det enda instrument som gick att omsätta och belåna. En följd av detta var en kraftig ökning av efterfrågan på statspapper, vilken Riksgälden mötte genom att emittera extra statsskuldväxlar. Utan tillgång till statspapper hade bankernas likviditetssituation förvärrats än mer.

Hur dessa kopplingar ser ut och hur det finansiella systemet ska immuniseras mot likviditetsstörningar är komplexa frågor. Det går dock inte att bortse ifrån att regelverket bygger på att statspapper ska spela en viktig roll. Att tillgodose behovet av likvida tillgångar i ekonomin är ett annat mål än att finansiera statsskulden. Givet att man kommer fram till att det målet bäst kan uppnås med hjälp av statspapper är det rimligt att detta avspeglas i det statsskuldspolitiska uppdraget.

Det skulle i förlängningen innebära att målet för statsskuldförvaltningen behöver vidgas. Det kan inte längre enbart handla om att finansiera en given statsskuld till lägsta möjliga kostnad. Bruttostatsskulden i sig kan behöva uppfattas som ett policyinstrument.

Liknande resonemang kan föras kring statspappers roll som det instrument som ger investerarna lägsta möjliga kreditrisk, den funktion som gör att de ges en särställning i regleringen av försäkringsbolag. Även i andra sammanhang kan tillgång till placeringar med låg kreditrisk vara väsentlig.<sup>3</sup>

Dessa aspekter bör därför belysas i diskussionen om hur statsskuldförvaltningen bör hanteras i ett läge där statens eget finansieringsbehov inte längre skapar ett stort utbud av statspapper. Vi anser därför att regeringen bör överväga att göra en bredare översyn av statspappersmarknadernas roll i samhällsekonomin i allmänhet och i finansmarknaderna i synnerhet.

<sup>3</sup> Detta synsätt ändras inte av den senaste tidens exempel på att vissa staters skuldebrev inte alls erbjuder den kreditvärdighet som regelverket förutsätter. Det belyser snarare ytterligare en aspekt av följderna av om staten sviker sin grundläggande uppgift att en källa till trygghet för medborgarna.

Vad en sådan analys mer kan leda fram till kan Riksgälden inte bedöma. Även om de här aspekterna sakligt sett inte hänger samman med de argument för bevarad upplåning som vi redovisat ovan synes de dock peka i samma riktning.

### 3.6 Den internationella diskussionen

Innan den finansiella krisen bröt ut var det flera länder som stod inför utmaningen att försöka bibehålla en väl fungerande statspappersmarknad trots litet lånebehov. Mot bakgrund av en minskande statsskuld diskuterades hur strategin för upplåningen skulle utformas för att säkerställa långsiktigt låga kostnader och tillgång till framtida finansiering.

Danmark, Australien och Nya Zeeland är exempel på länder som då valde att låna utöver det egentliga lånebehovet för att hålla igång statsobligationsmarknaden.

Det är svårt att direkt översätta analyserna från dessa länder till svenska förhållanden eftersom förutsättningarna på många sätt skiljer sig åt. Grundproblemen är däremot desamma varför det är av intresse att studera de resonemang som låg till grund för att införa överupplåning.

#### Danmark

Efter flera år av stora budgetöverskott hade den danska statsskulden minskat markant i slutet av 2007. Prognoserna pekade då på ytterligare ett antal år med överskott men på lång sikt räknade man med att lånebehovet skulle komma att öka igen av demografiska skäl. I ljuset av detta diskuterades konsekvenserna av att tillfälligt upphöra med upplåning i statspapper. Danmarks nationalbank analyserade därför kostnaden för att bygga upp en statspappersmarknad på nytt.

Kostnaderna antogs till en del bestå av administrativa kostnader för att till exempel upprätta avtal med återförsäljare eller bygga upp intern kompetens och it-system. Dessa kostnader bedömdes emellertid bli små jämfört med de kostnader som skulle uppstå till följd av försämrade lånevillkor. Sämre likviditet och minskad strukturell efterfrågan väntades leda till märkbart högre lånekostnader under ett antal år. Bedömningen baserades bland annat på tidigare erfarenheter från etableringen av statsobligationsprogrammet och Danmarks program för eurolån.

Utöver kostnader för återuppbyggnad analyserades även statspappers betydelse för den finansiella marknaden i övrigt. Statsobligationer har en särställning som långa säkra investeringsobjekt. Statspapperskurvan utgör också en viktig referens vid prissättning av andra finansiella instrument.

Danmarks nationalbank bedömde också att överskottet från en eventuell överupplåning skulle kunna placeras med kostnadstäckning och liten finansiell risk. Slutsatsen stärktes av att Nya Zeeland fortsatt att emittera statsobli-

gationer trots att det inte fanns något underliggande lånebehov. Överskottet investerades i utländska räntepapper med hög rating och valutarisken neutraliserades med hjälp av valutaswappar.

Mot bakgrund av slutsatserna i analysen beslutades om överupplåning i statsobligationer i syfte att upprätthålla en likvid marknad i Danmark.

#### *Australien*

Australien hade redan tidigare beslutat att emittera statsobligationer i marknadsvårdande syfte. År 2002 gjordes en utredning av statspappersmarknadens framtid. Den utestående stocken statsobligationer hade då minskat till mycket låga nivåer.

Slutsatserna av utredningen var bland annat att avsaknad av statsobligationer skulle leda till högre marknadsräntor, främst för att det skulle bli dyrare att hantera ränterisk utan

futures på statsobligationer. Den finansiella marknaden skulle dessutom bli mer sårbar i perioder av instabilitet. Man lyfte även fram värdet av statsobligationer som långsiktigt investeringsalternativ med låg risk och som prispreferens vid värdering av andra finansiella produkter.

Den australiensiska regeringen beslutade på basis av utredningen att fortsätta att emittera en tillräckligt stor volym av statsobligationer för att futuresmarknaden skulle kunna fungera tillfredsställande.

I budgeten för 2011/2012 drar regeringen följande slutsats. Krisen bekräftade värdet av att bibehålla en tillräckligt stor statspappersmarknad för att stödja den finansiella stabiliteten och för att säkerställa att regeringen är väl förberedd att klara plötsliga händelser med stor statsfinansiell påverkan.

## 4 Privatmarknadsupplåning – mål och utvärdering

Regeringen gav 2010 Riksgälden i särskilt uppdrag att i samband med årets riktlinjeförslag "arbeta vidare med förbättringen av jämförelsen mellan upplåning på privatmarknad och statspappersmarknad". Uppdraget har sitt ursprung i iakttagelser som gjordes av den särskilde utredare (Jörgen Appelgren) som på regeringens vägnar granskade statsskuld förvaltningen. Han sammanfattade sin bedömning avseende privatmarknadsupplåningen på följande sätt:<sup>4</sup>

*Målet för privatmarknadsupplåningen är väl allmänt utformat. En rekommendation är att precisera målet i linje med beskrivningen i skälen till regeringens beslut av 2008 års riktlinjer. Riksgäldskontoret bör säkerställa att så rättvisa jämförelser som möjligt kan göras mellan upplåning via statspappersmarknaden och via privatmarknaden.*

I detta avsnitt redovisar Riksgälden resultatet av det analysarbete som vi genomfört med anledning av detta uppdrag. Vi behandlar först målformuleringen, därefter hur vi kan säkerställa så rättvisa jämförelser som möjligt, dvs. metoderna för utvärdering.

### 4.1 Målfomuleringen

Det överordnade kravet på privatmarknadsupplåningen är att bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden. Detta är en självklarhet. Om det inte ger lägre lånekostnader är det omöjligt att motivera upplåning med specialinstrument riktade till privatmarknaden, eftersom motsvarande medel finns att tillgå via konventionella statspapper. Med tanke på att målet för statsskuld förvaltningen även innefattar risk vore det i och för sig korrekt att väga in den aspekten, men i praktiken har privatmarknadsupplåningen sådan karaktär och omfattning att riskhänsyn inte spelar någon reell roll.

Utredarens iakttagelse beträffande målet avsåg heller inte det synsätt som ligger bakom Riksgäldens uppdrag utan dess formulering. Han pekar på att regeringen i riktlinjerna för 2008 i skälen till sitt beslut skrev "att målet bör förtydligas och istället avse största möjliga besparing i förhållande till motsvarande upplåning via statsobligationer eller statsskuldväxlar" (s. 30). Detta förtydligande infördes emellertid inte i beslutsrutan. Det gör att målformuleringen enligt senaste riktlinjebeslut alltså lyder: "Riksgäldskontoret ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden." Det kompletteras med ett kriterium för utvärdering: "För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas."

Regeringens skrivning i riktlinjebeslutet för 2008 byggde på ett förslag från Riksgälden. Vi menade då att det var tillräckligt att ändra formuleringen av motivtexten. Den beskrivna ordningen var den som redan vägledde utvärderingen och det räckte därmed med att förtydliga vad som ligger i att "sänka kostnaderna för statsskulden".

Sedan dess har dock riktlinjebesluten fått en annan utformning och det finns inte längre några förklaringar till valet av målformulering i själva besluten. På motsvarande sätt framgår inte direkt av riktlinjebeslutet vad som avses med "alternativ upplåning" som utgångspunkt för utvärderingen.

Tydlighetsskäl kan alltså tala för att ändra formuleringen av det överordnade målet på det sätt som utredaren är inne på. Det skulle leda till följande målformulering:

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

### 4.2 Utvärderingsmetoder

Även när det gäller utvärderingen av privatmarknadsupplåningen är det klart vilka principer som gäller. Räntan på privatmarknadsinstrument ska jämföras med räntan på motsvarande instrument som Riksgälden ger ut på statspappersmarknaden. Om vi skulle ersätta upplåningen i privatmarknaden med statspappersupplåning skulle vi göra det med samma genomsnittliga löptid för att neutralisera effekterna på löptiden, som ju styrs av ett riktvärde angivet i riktlinjerna.

Resultatet beräknas sedan som skillnaden mellan denna räntemarginal omräknad till kronor och de tillkommande kostnader vi har för att distribuera och hantera privatmarknadsinstrumentet. Det är alltså fråga om en slags alternativkostnadsberäkning, där alternativet är kostnaderna för att låna upp motsvarande summor med hjälp av statsobligationer och växlar.

För att omsätta dessa principer i praktiska beräkningar krävs ställningstagande till två huvudfrågor. För det första är det nödvändigt att definiera vad som menas med "motsvarande upplåning". För det andra måste man bestämma hur kostnaderna för att tillhandahålla privatmarknadsinstrumentet ska mätas.

I det här avsnittet beskriver vi hur dessa frågor hanteras enligt nuvarande resultatmodell. Vi kommenterar i respektive delavsnitt de frågetecken och möjligheter till förtydliganden som vi anser finns. Som en övergripande kommentar kan sägas att det i första hand är kostnadsberäkningarna som är otydliga.

Det ska noteras att metoderna för resultatutvärdering inte är reglerade av regeringens beslut i riktlinjer på annat sätt än att regeringen anger målet och utgångspunkterna för

<sup>4</sup> Se regeringens skrivelse 2009/10:104, s. 81 (<http://www.regeringen.se/content/1/c6/14/43/80/b1674d06.pdf>).

utvärderingen. Ansvaret för att utforma utvärderingsmodellen har vilat på Riksgälden. Vi ser ingen anledning att ändra den ansvarsfördelningen. De resonemang som vi redovisar utmynnar alltså inte i förslag som vi menar att regeringen ska ta ställning till utan syftar till att beskriva hur vi avser att framöver tillämpa de principer regeringen sedan tidigare har lagt fast. Våra slutsatser presenteras därför som "Riksgäldens bedömningar", inte som förslag till regeringsbeslut.

### 4.3 Intäktsräntan och jämförelsen med motsvarande upplåning

**Riksgäldens bedömning:** Vi bedömer att de nuvarande metoderna för att mäta intäktsräntan för privatmarknadsinstrumenten är rättvisande. De ger en tillfredsställande approximation av kostnaden för motsvarande upplåning med statspapper samtidigt som beräkningarna är rimligt enkla att genomföra och förklara. I denna del ser vi alltså inte att det finns något behov att ändra utvärderingsmetoderna.

För *premieobligationer* är det rättframt att ta fram räntan på ett motsvarande konventionellt statspapper. Från Riksgäldens synpunkt motsvarar en premieobligation en nominell kupongobligation, med kupongräntan satt lika med utloppningsprocenten på lånet (med ett tillägg för att ta hänsyn till att premievinster är skattefria). Här fastställs således marginalen i samband med premieemissionen genom att jämföra den av Riksgälden fastställda räntan på premien med den ränta vi hade behövt betala för att vid samma tidpunkt ge ut en nominell obligation med samma löptid.

För att få fram intäkten i kronor multipliceras denna marginal med den utestående stocken i respektive lån.<sup>5</sup> I tabellen nedan framgår den intäktsberäkning som ligger till grund för resultatet för 2010.

Tabell 1 INTÄKTSBERÄKNING FÖR PREMIEOBLIGATORER

Premielån	Marginal	Utestående stock	Intäkt
2005:2*	0,61%	3 765 999 000	19 143 828
2006:01:00	0,67%	3 581 719 000	23 997 517
2006:2*	0,60%	4 192 888 000	6 289 332
2007:01:00	0,60%	3 273 762 000	19 642 572
2007:2*	0,60%	5 600 711 000	28 003 555
2008:01:00	0,60%	3 794 075 000	22 764 450
2008:02:00	0,60%	3 547 600 000	21 285 600
2009:01:00	0,39%	3 548 180 000	13 837 902
2009:02:00	0,58%	5 315 420 000	30 829 436
2010:1*	0,51%	4 466 970 000	17 086 160
2010:2*	0,45%	6 535 355 000	4 901 516
			207 781 869

<sup>5</sup> I beräkningen ingår inte de premieobligationer som Riksgälden innehar. Vinsterna som utfaller på dessa premieobligationer ingår heller inte i resultatet. Att vi över huvud taget innehar premieobligationer beror på att varje emission måste rundas av uppåt till ett jämnt belopp (delbart med 100 miljoner kronor) för att lånet ska ha en fungerande vinstplan.

Lån markerade med \* förföll eller emitterades under 2010 och ingår därför i beräkningen endast för den del av året de var utestående.

Riksgälden bedömer att dessa beräkningar är rimliga och tydliga. Som framgår ovan finns det hypotetiska inslag i beräkningen av räntan på den alternativa kupongobligationen, men detta är ofrånkomligt. Det vore inte rimligt att av hänsyn till utvärderingen av premieupplåningen kräva att premielånet ska struktureras så att det exakt avspeglar ett vanligt obligationslån, eftersom det skulle försvåra försäljningen av premier. Det faktum att premier säljs under en period på några veckor gör att det ändå inte skulle gå att göra en exakt jämförelse.

För *Riksgäldssparkonton med fast ränta* tillämpas i grunden samma princip som för premier. Skillnaden är att här är marginalen på förhand bestämd till 0,35 procent. Den ränta kunden får vid en placering är således den aktuella marknadsräntan på en obligation med motsvarande löptid minus den fastlagda marginalen.

Metoden för räntesättning gör att för beräkningen av intäkten för Riksgäldsspar räcker det att utgå från den fasta marginalen. Den multipliceras (månadsvis) med den genomsnittliga behållningen på kontona. Dessa månadsbelopp adderas till en årlig intäkt.

Riksgälden bedömer att beräkningar även i detta fall är rimliga och tydliga. På nytt finns hypotetiska inslag i beräkningen av jämförelseräntan, eftersom vi inte har obligationer med exakt den löptid som gäller för en insättning i Riksgäldsspar. Det går därför inte att fastställa att marginalen till den verkliga alternativräntan för varje enskild insättning är exakt 0,35 procent. Som vid alla kontrafaktiska beräkningar gäller dock att förenklande antaganden och approximationer är nödvändiga.

Även för *Riksgäldssparkonton med rörlig ränta* tillämpas en fast marginal. Den är satt till 0,25 procent för kontoformen Utan tidsgräns och till 0,35 procent för kontoformen Månadsspar. Intäktsberäkningen görs alltså på samma sätt som för fastränteprodukter, dvs. marginalen multipliceras med den genomsnittliga behållningen under mätperioden på kontona med rörlig ränta.

Skillnaden här är att för placeringar till rörlig ränta finns ingen motsvarande obligation eller växel att utgå från som jämförelse. I stället används Riksbankens reporänta som referenspunkt, dvs. kunderna får en avkastning på sina konton som ligger 0,25 respektive 0,35 procentenheter under reporäntan. Den bakomliggande tanken är att Riksgälden har en daglig kassahantering och där är lånekostnaden (liksom avkastningen på överskott) normalt nära kopplad till reporäntan. Riksgäldsspar till rörlig ränta utvärderas således med Riksgäldens kassahantering som jämförelseobjekt.

Detta upplägg innefattar antaganden som gör att valet kan uppfattas som mindre självklart än för övriga Riksgäldssparkonton. Ett skäl är att medlen står till Riksgäldens förfogande under mycket längre tid än en dag; beräkningar visar att en insatt krona i genomsnitt står inne 2,25 år. Å andra sidan utgår styrningen av statsskuldsköperförvaltningen inte från löptid (refinansieringsrisk) utan tid till nästa räntejustering (ränteomsättningsrisk). Tiden till nästa räntejustering på rörligt Riksgäldsspar motsvarar tiden fram till nästa reporäntebeslut i Riksbanken. Även om dessa beslut fattas med vissa tidsintervall är räntebindningstiden avsevärt mycket kortare än den tid medlen står inne på kontot. I så måtto är rörlig ränta en rimlig approximation av räntebindningstiden.

Ett alternativt sätt att ta hänsyn till att medlen normalt står inne en längre tid är att jämföra rörligt Riksgäldsspar med en hypotetisk statsobligation med drygt två års löptid som löper med rörlig ränta. Eftersom verkliga statsobligationerna har fast ränta motsvaras det av att vi antar att vi ger ut en statsobligation med 2,25 års löptid och sedan swappar upplåningen till rörlig ränta.

Baserat på historiska marknadsdata har vi beräknat vad kostnaden hade varit för en sådan strategi. Resultatet visar att kostnaden i förhållande till reporäntan skulle ha varierat något, men med ett genomsnitt som ligger endast några baspunkter under reporäntan. Eftersom skillnaden är liten är slutsatsen att reporäntan är en rimlig referensränta, även om vi beaktar att pengarna normalt står kvar på kontot viss tid.

Avslutningsvis finns det anledning att notera att utvärderingsmetoderna inte gör något försök att beakta huruvida överflyttning av privatmarknadsupplåningen skulle påverka de räntor vi behöver betala på statspappersmarknaden. Som Riksgälden påpekat i tidigare diskussioner om utvärdering är detta ett generellt faktum när beräkningar görs med utgångspunkt i hypotetiska upplåningsplaner. Möjligen kan det sägas att problemet får något större vikt vid utvärdering av privatmarknadsupplåningen där kravet på precision är större än om det till exempel handlar om att bedöma om annan löptid i den nominella skulden hade varit dyrare eller billigare. Å andra sidan är det fråga om relativt begränsade belopp som skulle finansieras på andra marknader.

Dessutom är det svårt att uppskatta storleksordningen på den här effekten. Mycket talar för att den skulle variera över tiden, och till och med att kunna gå i olika riktning beroende på det statsfinansiella läget. Således är det rimligt att tänka sig att ökad upplåning i statspapper ökar lånekostnaderna under perioden när lånebehovet är stort och skulden växer. Under sådana perioder underskattar således nuvarande utvärderingar besparingen från privatmarknadsupplåning. Det omvända kan tänkas gälla när överskottet – som för närvarande – är stort och skulden krymper. Då skulle ytterligare upplåning i statspapper

kunna sänka lånekostnaderna, till exempel genom att förbättra likviditeten i handeln.

Detta resonemang pekar på att det inte finns något enkelt sätt att ta hänsyn till den här typen av effekter vid den löpande utvärderingen av privatmarknadsupplåningen. Snarare bör de vägas in i kvalitativa termer i samband med mer långsiktiga bedömningar av privatmarknadsinstrumentens roll i statsskuldsköperförvaltningen.

#### 4.4 Kostnaderna för privatmarknadsinstrumenten

**Riksgäldens bedömning:** Vi bedömer att metoderna för att hantera de direkta kostnaderna fungerar väl. Däremot bör schablonerna för att fördela ut gemensamma kostnader ses över i syfte att bättre fånga de kostnader som tillkommer till följd av att vi ägnar oss åt privatmarknadsupplåning. Resultatmätningen bör således utgå från en marginalkostnadsprincip. Övergången till ett nytt kostnadsmått måste föregås av en noggrannare analys av de gemensamma kostnaderna och hur stor del av dessa som verkligen kan hänföras till privatmarknadsupplåning. Vi bedömer att ett nytt kostnadsmått kan tas i bruk vid utvärderingen av resultatet för 2012.

I nuvarande utvärderingsmodell delas kostnaderna för privatmarknadsupplåning upp i tre komponenter:

- 1) *Direkta kostnader* är sådana som går att hänföra till respektive produkt. Hit hör marknadsföringskostnader och provisionskostnader i samband med premieförsäljning, kostnader för børsregistrering och registrering hos Euroclear (VPC), IT-kostnader för system och hårdvara m.m. Som en direkt kostnad för Riksgäldsspar räknas även kursförluster i samband med förtidsinlösen (där kursvinster ingår som en negativ kostnad). För premieobligationer påverkas resultatet (positivt) av att gamla fysiska premier som aldrig lösts in preskriberas tio år efter förfall.
- 2) *Gemensamma kostnader inom privatmarknad* är sådana som går att hänföra till Privatmarknadsavdelningen men inte kan sägas falla på en viss produkt. Hit hör lönekostnader för medarbetare på avdelningen, gemensamma försäljningskostnader som ett externt callcenter, övergripande marknadsföring m.m. Dessa kostnader fördelas så att Riksgäldsspar bär 65 procent och premieobligationer 35 procent. Fram till 2009 användes den utestående volymen som fördelningsnyckel, men nuvarande ordning avspeglar bättre att Riksgäldsspar är en mer arbetskrävande produkt, bland annat genom att den administreras internt (inte via Euroclear) och medför mer omfattande kontakter med kunderna.



- 3) *Privatmarknads andel av gemensamma kostnader för hela Riksgälden.* I dessa ingår kostnader för lokaler, stödfunktioner (IT, backoffice etc.), ledningsfunktioner m.m. som fördelas på privatmarknad enligt vissa schabloner. Dessa schabloner söker fånga hur stor del av dessa gemensamma kostnader som går att hänföra till privatmarknadsupplåningen. Även dessa fördelas sedan mellan produkterna så att Riksgäldsspar bär 65 procent och premier 35 procent.<sup>6</sup>

Utifrån kravet att resultatutvärderingen ska vara rättvisande är det självklart att de direkta kostnaderna ska belasta respektive produkt. Det är likaledes självklart att privatmarknadsupplåningen ska bära de kostnader som är hänförliga till avdelningens verksamhet. Hur dessa ska fördelas mellan premier respektive Riksgäldsspar är mindre självklart. Här skulle en mer djupgående analys kunna tänkas ge ett annat resultat, till exempel byggd på hur arbetstiden fördelas enligt rapporteringen i Riksgäldens system för tidsredovisning. Inget motsäger dock att fördelningen 65/35 är rimlig.

Principiellt intressantare frågor väcks när vi kommer till hur stor del av Riksgäldens övriga kostnader som bör hänföras till privatmarknadsupplåningen. Den nuvarande resultatmätningen bygger på att verksamheten ska bära en andel av övriga kostnader som är proportionell mot hur stor del av arbetstiden som övriga avdelningar lägger på privatmarknadsupplåningen. För att mäta den andelen genomfördes 2009 en mer omfattande enkät, där medarbetarna på stödavdelningarna bads uppskatta hur stor del av sin tid de lägger på uppgifter som har att göra med respektive affärsavdelning. Resultatet avvek inte nämnvärt från en fördelning som bygger på respektive affärsavdelnings andel av det totala antalet medarbetare på affärsavdelningarna. Vi beslutade därför att använda antalet anställda som bas för fördelningsnyckeln. Det betyder att för 2010 lades 25,4 procent av de gemensamma kostnaderna på privatmarknadsupplåningen.

I tabellen nedan redovisas den kompletta resultatrapporten för privatmarknadsupplåningen under 2010. Den visar att privatmarknadsupplåningens andel av de gemensamma kostnaderna är i samma storleksordning som de direkta kostnaderna (summan av 1) och 2) i listan ovan.

Med den nuvarande metoden för att fördela gemensamma kostnader görs ingen skillnad mellan privatmarknadsupplåningen och övriga affärsområden. Principen att gemensamma kostnader ska hänföras till något av Riksgäldens uppdrag (i praktiken avdelning med huvudansvar för respektive uppdrag) gäller för alla. Ingen hänsyn tas således till att endast privatmarknadsupplåningen har ett explicit kvantitativt resultatmål.

En tolkning av utvärderingen av privatmarknadsupplåningen är att om ett instrument inte ger lägre kostnader än reguljär upplåning så ska det avskaffas. Jämförelsen bör i så fall gälla Riksgäldens kostnader med respektive utan denna sparform. Mot att använda nuvarande kostnadsmått för utvärdering kan därför invändas att vissa av de gemensamma kostnaderna är helt fasta i meningen att de inte skulle bli mindre om privatmarknadsupplåningen skulle bortfalla. Exempel på detta är funktioner som är oberoende av om vi bedriver privatmarknadsupplåning, som verksamhet och styrelse, stabstjänster, IT-infrastruktur, intern service m.m.

Det framstår också som olämpligt om en till exempel en vidgning av Riksgäldens uppdrag som leder till att vissa stabs- och stödfunktioner måste utökas mer eller mindre automatiskt ska leda till att det redovisade resultatet för privatmarknad försämras. Lika godtyckligt är om en markant ökning av antalet medarbetare på en annan affärsavdelning med samma automatik ska leda till att resultatet förbättras. Ett system med dessa egenskaper ger inte en rättvisande bild av de besparingar staten kan göra.

Så länge verksamheten ger ett tydligt överskott spelar precisionen i mätningen av kostnaderna mindre roll. I ett annat läge där beslut om att utveckla eller avveckla någon del av verksamheten blir aktuellt får frågan större vikt. Även av principiella skäl är det förstas väsentligt att vi ger en så rättvisande bild av vår verksamhet som möjligt.

Detta resonemang talar för att det är rimligt att i utvärderingen endast ta med de kostnader som skulle bortfalla om vi inte ägnade oss åt privatmarknadsupplåning. Dagens utvärderingssystem uppfyller inte detta krav. Det bör därför ses över i syfte att mer tydligt urskilja de delar av de gemensamma kostnaderna som verkligen kan hänföras till privatmarknads verksamhet och i så måtto är marginella. Övergången till ett nytt kostnadsmått måste föregås av en noggrannare analys av de gemensamma kostnaderna och hur stor del av dessa som verkligen kan hänföras till privatmarknadsupplåning. Vi bedömer att ett nytt kostnadsmått kan tas i bruk vid utvärderingen av resultatet för 2012.

Vi noterar att denna slutsats gäller kostnadsmålet för utvärdering. Inget hindrar att vi i Riksgäldens redovisning använder andra schabloner som fördelar ut samtliga kostnader på affärsavdelningarna.

<sup>6</sup> Kostnader som hänförs till premieobligationer periodiseras över lånens löptid, medan kostnader för Riksgäldsspar kostnadsförs direkt.

Tabell 2 RESULTAT FÖR PRIVATMARKNADSUPPLÅNING

Akkumulerat till och med december 2010	Riksgäldsspar	Premieobligationer	Summa
<b>Intäkt Marginal (jämfört med institutionsmarknaden)</b>	<b>69 440 631</b>	<b>207 781 869</b>	<b>277 222 500</b>
<i>Direkta kostnader</i>			
Provisionskostnader	0	-40 097 477	-40 097 477
Ersättningar till VPC, banker mfl	-403 112	-11 436 729	-11 839 841
Marknadsföring	-5 704 339	-28 632 708	-34 337 047
Övriga kostnader	-3 892 810	5 434 357	1 541 547
Gemensamma kostnader privatmarknad	-15 818 837	-8 517 835	-24 336 672
Finansiella poster	-2 766 597	62 779 012	60 012 415
<b>Summa direkta kostnader</b>	<b>-28 585 695</b>	<b>-20 471 380</b>	<b>-49 057 076</b>
<b>Indirekta (gemensamma) kostnader</b>	<b>-29 278 703</b>	<b>-15 765 455</b>	<b>-45 044 159</b>
Summa kostnader	-57 864 399	-36 236 836	-94 101 235
<b>RESULTAT</b>	<b>11 576 232</b>	<b>171 545 033</b>	<b>183 121 266</b>



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