

## Aktiv förvaltning av valutaskulden – en tillgång på skuldsidan

*Riksgäldskontorets aktiva förvaltning av valutaskulden har sina rötter i mitten av 1980-talet och framväxten av en global marknad för räntebärande derivatinstrument. Under de senaste tolv åren har RGK sparat ca 12 miljarder kronor. Aktiv förvaltning bidrar också till en professionell hantering av andra delar av statsskulden. Målet för verksamheten är att minimera de långsiktiga kostnaderna för statens valutaskuld med beaktande av risk. Erfarenheterna av verksamheten är goda med betydande besparingar och ett ökat kunnande som resultat.*

Valutaskulden utgör idag drygt en fjärdedel av den totala statsskulden eller ca 330 miljarder kronor. Historiskt har valutaskuldens andel varit ännu något större. För att hantera valutaskulden på bästa sätt använder Riksgäldskontoret en riktmarkesportfölj som anger en skuldstruktur som bedöms vara långsiktigt ändamålsenlig med avseende på riskminimering. I en passivt inriktad förvaltning anpassar RGK hela valutaskulden till den valutafördelning och räntestruktur som riktmarkesportföljen anger. I syfte att generera besparingar bedriver RGK en aktiv förvaltning på 200 miljarder av valutaskulden. Den resterande delen av valutaskulden, ca 130 miljarder kronor, förvaltas inte aktivt. En aktiv förvaltning av den storleksordningen gör Riksgäldskontoret till en av de allra största aktörerna i Skandinavien.

Det bör understrykas att det är skuldens övergripande egenskaper som är avgörande för statsskuldens kostnad och risk. Det viktigaste är valet av duration och fördelning mellan nominella och reala obligationer, samt valutaskuldens andel av den totala statsskulden. Även marknads-vård, förvaltning av kronskulden och utformningen av riktmarkesportföljen för valutaskulden är av vikt. Icke desto mindre påverkas kostnader och risker av den aktiva förvaltningen av valutaskulden och verksamheten ger möjlighet till betydande besparingar.

### Målet för den aktiva förvaltningen

Genom att aktivt ta positioner på de internationella kapitalmarknaderna baserade på bedömningar av den framtida utvecklingen av räntor och växelkurser strävar Riksgäldskontoret efter att reducera räntekostnaderna för valutaskulden. Det kan konkret innebära att RGK ökar andelen skuld i en valuta som förväntas tappa i värde och därmed ge upphov till besparingar. Ett exempel på detta är att RGK under 2003 har bedömt att den amerikanska dollarn skulle försvagas och därför ökat andelen skuld i dollar och reducerat andelen i euro. Praktiskt sker det genom att RGK ingår en transaktion på valutamarknaden där vi säljer dollar mot euro på termin. En framgångsrik förvaltning kan leda till absolut sett stora besparingar.

Hela riskmandatet och den dagliga hanteringen av valutaskuldsförvaltningen har delegerats från Riksgäldsdirektören till chefen för den aktiva förvaltningen. Det är förvaltningschefen, tillsammans med analytiker och handlare i en förvaltargrupp på fem personer, som ansvarar för de positioner som ingås på de utländska marknaderna. Tids-horisonten för den aktiva förvaltningen är relativt långsiktig. Ofta tas positioner som förväntas ge en vinst på sex till tolv månaders sikt. En återrapportering sker månadsvis i ett förvaltningsråd där bl. a riksgäldsdirektören och berörda avdelningschefer deltar.

### Kostnadsbesparingar

Riksgäldskontoret har utarbetat ett riktmarke för valutaskuldens fördelning med inriktning på långsiktighet och riskminimering. Valuta- och räntefördelningen är vald med tanke på att åstadkomma en så låg volatilitet som möjligt för kostnaderna för valutaskulden. Sett över en längre tidsperiod kommer den valda fördelningen att producera ett genomsnittligt resultat med avseende på kostnaderna. RGK har därmed säkerställt att ett riktigt ofördelaktigt utfall kan undvikas. Samtidigt har man då reducerat sannolikheten för att valet av riktmarke i sig ska ge upphov till stora besparingar.

Riksgäldskontoret har istället valt att på ett dynamisk sätt anpassa skuldförvaltningen till marknadsförutsättningarna genom att bedriva en aktiv förvaltning av valutaskulden och där utnyttja möjligheterna till besparingar. RGK har möjlighet att med ett väl definierat och begränsat risktagande avvika från det långsiktigt fastställda riktmärket baserat på mer kortsiktiga bedömningar av hur räntor och växelkurser kommer att utvecklas. De tillåtna avvikelsernas storlek har fastställts av Riksgäldskontorets styrelse. Genom att aktivt ta positioner på de internationella valuta- och räntemarknaderna strävar RGK efter att reducera statens kostnader för skulden i utländsk valuta.

### Dynamiska effekter

Den aktiva förvaltningen bidrar också till att öka kompetensen inom andra centrala områden som är viktiga för Riksgäldskontoret. Det krävs t.ex. ingående analyser för att ►

► definiera en lämplig riktmärkesportfölj för valutaskulden och det är viktigt att Riksgäldskontoret själv har möjlighet att bedriva en sådan analys. Den kunskap som RGK bygger upp i det långsiktiga arbetet kan användas till att ytterligare effektivisera hanteringen av valutaskulden genom en mera aktiv kortsiktig förvaltning. Den aktiva förvaltningen ger i sin tur värdefull marknadskännedom och erfarenhet av att praktiskt tillämpa finansiella teorier som bland annat gynnar det långsiktiga arbetet med riktmärkesportföljen.

Andra positiva effekter av den aktiva förvaltningen av valutaskulden är att en omfattande kompetens har byggts upp avseende användningen av derivatinstrument. Detta har möjliggjort att en professionell användning av derivat har introducerats i samband med valutaupplåningen och i hanteringen av kronskulden. Det har lett till ökad kostnads-effektivitet i den totala statsskuld-förvaltningen på både kort och lång sikt.

## Upplägget för den aktiva förvaltningen

### Den aktiva förvaltningens mandat

Riksgäldskontorets aktiva hantering bedrivs under ett Value-at-Risk (VaR)<sup>1</sup> baserat riskmandat. Den aktiva förvaltningens sammanlagda VaR, fastställd av RGK:s styrelse, får aldrig överskrida 220 miljoner kronor i daglig 95-procentig VaR. Denna maximalt tillåtna risknivå är jämförbar med en förväntad tracking error<sup>2</sup> på cirka en procent. Mandatet är kompletterat med mer traditionella absoluta positions-limiter. Positioner i en enskild valuta får inte vara större än

<sup>1</sup> VaR är ett mått på risken i de positioner som ingåtts. Det räknas fram statistiskt med hjälp av historiska data för volatilitet och korrelation på ränte- och valutamarknaderna. En risknivå motsvarande en daglig 95%-ig VaR på 200 miljoner kronor innebär att det dagliga utfallet av förvaltningen, 19 dagar av 20 förväntas innebära ett resultat som inte överskrider en förlust på 200 miljoner kronor, och en dag av 20 ger en förlust på 200 miljoner kronor eller mer.

<sup>2</sup> Tracking error och informationskvot är vanliga nyckeltal som anger risknivåer i förvaltningen. Tracking error är nära relaterat till informationskvoten och beräknas genom att man tar standardavvikelsen i resultatet över en given period och multiplicerar den med roten ur antalet observationer i perioden.

motsvarande 6 procent av det förvaltade skuldbeloppet. Räntepositioner får inte påverka den totala durationen på det förvaltade skuldbeloppet med mer än 0,4 år i varje enskild valuta och 0,6 år totalt. Det totala aktivt förvaltade skuldbeloppet har fixerats till 200 miljarder kronor.

### Riksgäldskontoret använder derivatinstrument

Riksgäldskontoret är en skuldförvaltare och har som sådan inga finansiella tillgångar i sin balansräkning. RGK kan därför inte bedriva skuldförvaltning genom att direkt köpa och sälja räntebärande instrument. Det är också krångligt och kostsamt att förändra skuldstrukturen genom att köpa upp utestående skuld och emittera ny skuld. RGK bedriver istället aktiv skuldförvaltning med hjälp av olika typer av derivatinstrument. Instrument som används är räntefutures, ränteoptioner, ränteswappar, swaptioner, valutaterminer och valutaoptioner. De valuta- och räntemarknader som Riksgäldskontoret kan agera i är euro, amerikanska dollar, japanska yen, brittiska pund, schweizerfranc, norska kronor och danska kronor.

### Externa förvaltare

Riksgäldskontoret har sedan 1992 anlitat externa förvaltare för förvaltning av en del av skulden i utländsk valuta. Extern förvaltning fyller i huvudsak följande syften:

- *benchmarking*, en måttstock mot vilket det egna resultatet kan jämföras och utvärderas
- *avkastning*, möjligt att på lång sikt öka avkastningen/minska kostnaderna samt minska svängningarna i resultatet
- *kunskap och information*, tillgång till information samt möjlighet till överföring av förvaltarens erfarenhet och kompetens.

Idag har RGK i enlighet med styrelsebeslut möjlighet att anlita upp till sex stycken externa förvaltare som var och en kan förvalta upp till 8 miljarder kronor. Det totala belopp på vilket extern förvaltning kan bedrivas och som utgör basen för risklimiterna får högst uppgå till 40 miljarder kronor. Antalet externa förvaltare bör vid varje tidpunkt vara minst tre. I praktiken sker den externa förvaltningen efter samma riktlinjer som RGK:s egen förvaltning.

## Risklimiterna för den aktiva förvaltningen av valutaskulden

<b>Nominellt skuldbelopp som förvaltas aktivt</b>	200 miljarder kronor
<b>Maximalt tillåten VaR</b>	220 miljoner kronor
<b>Tillåtna valutor</b>	euro, dollar, yen, pund, schweizerfranc, norska kronor, danska kronor
<b>Maximalt tillåten position i valutamarknaden</b>	Netto +/- 6 procent av förvaltad belopp
<b>Maximalt tillåten position i räntemarknaden avseende duration</b>	En räntepositionen netto i en enskild valuta får påverka den totala skuldens duration med max 0,4 år. Alla räntepositioner netto får påverka den totala skuldens duration med max 0,6 år.

De externa förvaltarna kan ingå transaktioner i samma valutor som Riksgäldskontoret. De instrument som får användas är något färre. Alla affärer utförs av RGK:s egna handlare efter telefoninstruktion från den externa förvaltaren.

För närvarande anlitar Riksgäldskontoret fem externa förvaltare: ABN Amro, Blackrock, Goldman Sachs, Pimco och State Street Global Advisors. Två förvaltare som inte levde upp till RGK:s krav på avkastning byttes ut under 2003. Alla fem nuvarande förvaltare bedriver förvaltning baserat på ett skuldbelopp motsvarande 6 miljarder kronor. Dessa externt förvaltade 30 miljarder kronor reducerar det belopp som RGK själv förvaltar från 200 miljarder kronor till 170 miljarder kronor. Förvaltarnas och Riksgäldskontorets resultat redovisas löpande till styrelsen. Resultatet presenteras även i årsredovisningen.

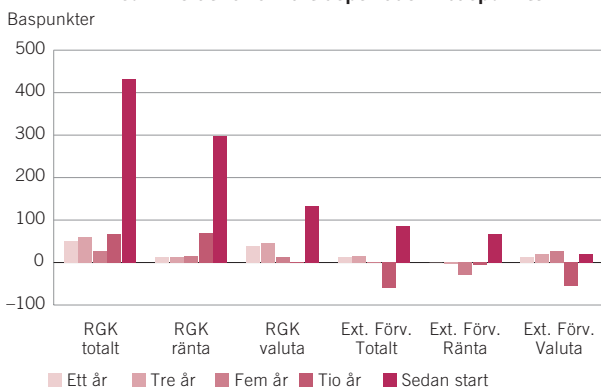
## Resultatet för den aktiva förvaltningen

Resultatet av den aktiva förvaltningen i svenska kronor räknas fram i absoluta termer enligt internationell standard. Resultatet sätts även i relation till förvaltad belopp. Detta presenteras sedan som en procentandel av det förvaltade beloppet för att på ett enkelt sätt kunna åskådliggöra kopplingen till räntekostnaderna och för att möjliggöra en jämförelse med de externa förvaltarna.

### Riksgäldskontoret

Sedan programmet med extern förvaltning sattes igång 1992 kan Riksgäldskontoret visa upp ackumulerade vinster motsvarande 36 baspunkter på förvaltad belopp per år. Det motsvarar ca 12 miljarder kronor summerat över hela perioden. Det positiva resultatet kan i huvudsak hänföras till den första femårsperioden och de senaste två årens förvaltning. Perioden däremellan i slutet på 1990-talet visade upp ett svagt minusresultat. Resultatet för 2003 blev en vinst på 880 miljoner kronor motsvarande 51 baspunkter av det förvaltade beloppet. Två tredjedelar av den totala vinsten har kommit från positioner på räntemarknaden och en tredjedel från valutapositioner. Under de senaste

**Diagram 1 Resultat av aktiv förvaltning summerat för olika tidsperioder i baspunkter**



tre åren har dock huvuddelen av vinsterna genererats på valutamarknaderna. En redovisning av det årliga resultatet sedan 1992 finns i tabell 1 nedan.

**Tabell 1 Resultat av den aktiva förvaltningen 1992-2003 i baspunkter**

	RGK			Externa förvaltare		
	Totalt	Ränta	Valuta	Totalt	Ränta	Valuta
1992	40	20	20	46	23	23
1993	324	212	112	102	51	51
1994	-60	-37	-23	-77	-46	-31
1995	51	58	-7	-4	36	-40
1996	37	19	18	27	1	26
1997	-2	-5	3	14	13	1
1998	14	19	-5	-19	20	-39
1999	-16	-1	-15	-34	-29	-5
2000	-16	3	-19	16	2	14
2001	-2	2	-4	-12	-4	-8
2002	11	-2	13	14	0	14
2003	51	13	38	14	0	14
Hela perioden	432	301	131	87	67	20

*Ett på finansmarknaden ofta förekommande sätt att redovisa resultatet av sin förvaltning är i baspunkter eller hundra delar procent av det förvaltade beloppet. En besparing på 50 baspunkter innebär med andra ord en halv procentenhets besparing.*

### Externa förvaltare

De externa förvaltarnas resultat har också varit positivt sett till hela perioden men inte riktigt i nivå med RGK:s egen förvaltning. De sammanlagda vinsterna sedan 1992 uppgår till 7 baspunkter på förvaltad belopp per år vilket motsvarar ca 100 miljoner kronor. Också i den externa förvaltningen har huvuddelen av vinsterna kommit från positioner på räntemarknaden.

### Riskjusterat resultat

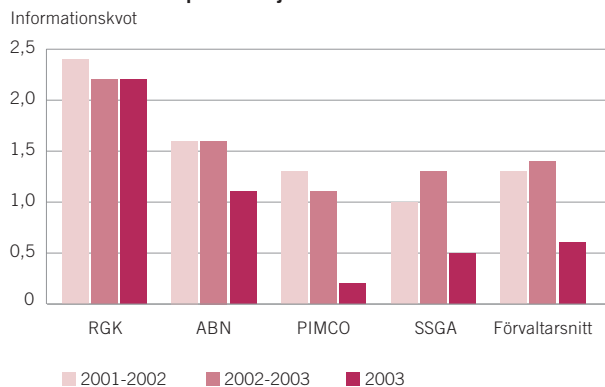
Informationskvoten<sup>3</sup> är ett allmänt använt mått för att redovisa ett riskjusterat resultat. Informationskvoten visar förhållandet mellan resultatet i förvaltningen och den risk man tagit för att uppnå resultatet. Ett högt värde innebär att den aktiva risk som förvaltaren tagit i genomsnitt har givit ett bra positivt resultat.

I diagram 2 visas det riskjusterade resultatet under de senaste två och ett halvt åren för Riksgäldskontoret och de tre externa förvaltare som varit verksamma under hela denna period. Som framgår av figuren har Riksgäldskontoret det klart bästa riskjusterade resultatet under perioden juli 2001 till december 2003.

<sup>3</sup> Informationskvoten anger ett resultat dividerat med volatiliteten (standardavvikelsen) i resultatet.

<sup>4</sup> Beräknat på månadsdata.

► **Diagram 2 Riskjusterat resultat för den aktiva förvaltningen under perioden juli 2001 till december 2003**



Sett över en tioårsperiod från 1994 och fram till idag har risknivån i förvaltningen (volatiliteten i resultatet), mätt enbart som årlig standardavvikelse<sup>4</sup>, varit genomgående lägre för RGK:s aktiva förvaltning än för de externa förvaltarna. Den månatliga standardavvikelsen i resultatet har i genomsnitt varit 0,22 procent för den egna förvaltningen. Motsvarande siffra för den externa förvaltningen är 0,30 procent. En förklaring till den lägre risknivån i Riksgäldskontorets egen förvaltning är storleken på det förvaltade beloppet. RGK:s mycket stora portfölj gör det svårt att snabbt etablera och avveckla större positioner på marknaderna, i synnerhet på mindre marknader som norska kronor och schweizerfranc. Dessa begränsningar har inte de externa förvaltarna brottats med.

*Lars Boman*  
Stf. chef Portföljförvaltning