

Avrapportering av regeringsuppdraget att analysera om positionsverksamheten i framtiden kan väntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet

Riksgälden har fått i uppdrag att analysera om positionsverksamheten i framtiden förväntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet. Analysen bör även omfatta en beskrivning av eventuella förändringar i den interna löpande positionsverksamheten som syftar till förbättrade resultat.

Resultatet av analysen pekar på att Riksgälden har bättre förutsättningar än många andra marknadsaktörer att agera långsiktigt och uthålligt. Det betyder att Riksgälden kan ta positioner i situationer som andra marknadsaktörer också identifierar, men som få har möjlighet att utnyttja. Slutsatsen är att förutsättningarna är goda för att positionsverksamheten även i framtiden ska kunna bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden.

Riksgälden har under 2016 förändrat ramverket för den interna löpande förvaltningen i syfte att underlätta ett långsiktigt agerande. Det tidigare ramverket innefattade bland annat en förlustbegränsningsmekanism som medförde att det i praktiken blev svårt att vara uthållig om en position på kort sikt förlorade i värde. Mekanismen har dessutom visat sig vara kostsam. Riksgälden har därför valt att slopa förlustbegränsningsmekanismen. För att begränsa risken i samband med att mekanismen togs bort beslutade Riksgälden att minska omfattningen av den interna förvaltningen.

I Riksgäldens analys av positionsverksamheten har det också identifierats ett ökat behov av att kunna använda positioner till att aktivt sänka risken i statsskulden, exempelvis för att hantera risker förknippade med att valutaskuldens andel ska minska. I Riksgäldens förslag till riktlinjer för 2017 föreslås därför att positionsbegreppet utvidgas och att möjligheten att ta positioner i kronans växelkurs utökas.

Bakgrund

Riksgälden har tagit positioner sedan 1992. Enligt regeringens riktlinjer definieras positioner som ”transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk och som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov”.

Enligt nuvarande riktlinjer får Riksgälden ta positioner i utländsk valuta och i kronans växelkurs, men inte i svenska räntor. Positioner i utländsk valuta begränsas till 300 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk (VaR) vid 95 procents sannolikhet. Positioner i kronans växelkurs begränsas till en exponering motsvarande 7,5 miljarder kronor.

Riksgäldens styrelse har fastställt en finans- och riskpolicy. I policyn för 2016 ges verksamheten mandat att i en fiktiv portfölj med storleken 200 miljarder kronor *löpande* ta positioner i utländsk valuta. Risken i portföljen får inte överstiga 220 miljoner kronor mätt som daglig VaR.¹ Rätten att ta positioner i kronans växelkurs är däremot inte delegerad till verksamheten. Sådana beslut fattas av styrelsen.

Av den fiktiva portföljen på 200 miljarder kronor förvaltas 36 miljarder kronor av *externa* förvaltare medan 164 miljarder kronor förvaltas *internt*. Riskmandatet är fördelat i samma proportioner; risken i den externt förvaltade portföljen får inte överstiga ett VaR på 40 miljoner medan risken i den interna förvaltningen är begränsad till VaR-beloppet 180 miljoner kronor.

Här kan ett förtydligande vara på plats. Ett *dagligt* VaR på 180 miljoner kronor motsvarar ett *årligt* VaR på 2,9 miljarder kronor.² Det betyder att finans- och riskpolicy begränsar storleken på positionerna så att de med 95 procents sannolikhet (baserat på historisk information) inte leder till en större årsförlust än 2,9 miljarder kronor. Det betyder också att med fem procents sannolikhet kan förlusten bli större än 2,9 miljarder kronor. Sedan Riksgälden började ta positioner 1992 har den största förlusten under ett enskilt år varit 604 miljoner kronor. Det indikerar att den interna förvaltningen sällan har utnyttjat den möjlighet att ta risk som finans- och riskpolicyn tillåter.

Inom ramen för finans- och riskpolicyn har Riksgäldens ledning beslutat att till avdelningen skuldförvaltning delegera ett mandat på 16 miljoner kronor mätt som dagligt VaR. Motiven för detta beslut diskuteras mer utförligt nedan.

Verksamhetens resultat

Sedan starten 1992 har den interna förvaltningen genererat ett ackumulerat överskott på drygt 28 miljarder kronor. Det motsvarar en årlig kostnadsbesparing på 1,2 miljarder kronor. Av överskottet kan 17 miljarder kronor kopplas till beslut fattade av styrelsen medan 11 miljarder kronor är vinster från den löpande förvaltningen. De externa förvaltarna hade under samma period ett resultat på 644 miljoner kronor (exklusive förvaltningsavgifter).

Under den senaste femårsperioden 2011–2015 bidrog inte den löpande förvaltningen till att sänka kostnaden för statsskulden. Av tabellen på nästa sida framgår att den interna förvaltningen gav ett underskott på 367 miljoner kronor under perioden, vilket motsvarar en genomsnittlig förlust på 73 miljoner kronor per år. Det uppvägdes till viss del av att de externt anlidade förvaltarna genererade överskott.

¹ Den totala risken i den löpande positionstagningen begränsas av VaR-beloppet. Därutöver finns exponeringslimiter som uttrycks i termer av den fiktiva portföljens storlek. Portföljstorleken har också betydelse för avkastningsberäkningen när denna uttrycks i procent.

² VaR för längre perioder beräknas enligt gängse praxis som $VaR(n) = \sqrt{n} \cdot VaR(1)$ där n betecknar antalet perioder. Med 256 handelsdagar på ett år blir ett *årligt* VaR således $\sqrt{256} = 16$ gånger större än ett *dagligt* VaR.

Resultat av positionstagning 2011–2015, miljoner kr

År	Totalt	Internt		Externt
		Styrelse	Löpande	
2011	86	250	-163	-1
2012	-200	0	-176	-24
2013	200	0	235	-35
2014	-126	0	-216	90
2015	-2	0	-47	44
SUMMA	-42	250	-367	74
Genomsnitt	-8	50	-73	15

Verksamhetens förutsättningar

För att motivera att Riksgälden bedriver intern förvaltning måste det kunna påvisas att Riksgälden har åtminstone någon komparativ fördel vad gäller positionstagning som gör det troligt att resultatet blir positivt. När det gäller analysresurser eller kunskap om kommersiella och andra transaktionsflöden på marknaden har Riksgälden rimligen inga fördelar jämfört med andra större förvaltare. Riksgäldens begränsade analysresurser kompenseras delvis av att man har tillgång till andra aktörers analyser, bland annat via de externa förvaltarna.

Till begränsningarna hör också att Riksgäldens interna förvaltning endast omfattar de typer av instrument som kan tänkas ingå i den reguljära skuldförvaltningen. Ju snävare de tillåtna placeringarna är definierade, desto mindre blir möjligheterna att sprida risker. När diversifieringsmöjligheterna är små blir riskerna högre, allt annat lika. Här har Riksgälden en nackdel jämfört med exempelvis hedgefonder och andra investerare som kan placera i en mängd olika instrument på många olika marknader.

En central styrka har däremot alltid varit att Riksgälden kan bedriva verksamheten mer långsiktigt än andra. Långsiktigheten grundas delvis i preferenser, det vill säga att Riksgälden *vill* bedriva verksamheten långsiktigt, men också på att Riksgälden inte omfattas av sådana regleringar och rapporteringskrav som ibland tvingar fram ett kortsiktigt beteende hos andra aktörer. En annan förutsättning för att kunna agera långsiktigt är att man har finansiell styrka. Många externa förvaltare agerar för kunders räkning. Sådana förvaltare riskerar att kunderna flyttar sitt kapital i samband med förluster vilket också försvårar möjligheten att agera långsiktigt. Detta gäller inte för Riksgälden.

Viljan och förmågan att agera långsiktigt har varit särskilt tydlig i samband med att styrelsen beslutat om att ta större positioner. Det senaste exemplet på detta var under finanskrisen när Riksgälden bedömde att kronan var orimligt svag. Styrelsen beslutade då att köpa 50 miljarder kronor mot euro genom terminsaffärer. När den mest akuta fasen av finanskrisen hade passerat kunde Riksgälden avveckla terminsaffärerna med en total vinst på drygt åtta miljarder kronor.

Ett långsiktigt perspektiv kräver dock uthållighet även när det gäller att bära förluster. Om man utgår från Riksgäldens historiska resultat får man räkna med att två av fem år kommer att medföra förluster. Detta är inte oproblematiskt, eftersom förluster även enskilda år kan ge medial uppmärksamhet eller kritik från Riksgäldens huvudman.

Ett tydligare positionsbegrepp

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

Historiskt har positionsverksamheten varit helt inriktad på att sänka statsskuldens kostnad. Under senare år har emellertid positioner också använts för att aktivt minska statsskuldens kostnadsvariation, med andra ord för att sänka risken. Ett exempel på detta är den särskilda position som styrelsen beslutade om i slutet av 2014 i syfte att säkra en negativ räntekostnad i schweizerfranc.

Riksgäldens bedömning är att det även i framtiden kan uppstå situationer när det är lämpligt att använda positioner i riskreducerande syfte, exempelvis för att försäkra sig mot stigande räntor. Riksgälden avser under kommande år utveckla analysen av hur den typen av positioner ska implementeras och utvärderas. Redan nu vill Riksgälden emellertid föreslå att riktlinjerna förtydligas så att utöver det generella ”beaktandet av risk” även införs det explicita syftet att minska risken med beaktande av kostnad.

Riksgälden föreslår därför att definitionen av positioner i regeringens riktlinjer får följande lydelse: ”Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk, *eller sänka riskerna för statsskulden med beaktande av kostnad* och inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.”

Lägre kostnader och bättre beredskap

Att Riksgälden bedriver aktiv förvaltning genom positionstagning påverkar även den reguljära skuldförvaltningen. Till det positiva hör att verksamheten gör det lättare att rekrytera personal med teoretiska kunskaper och praktisk erfarenhet som Riksgälden annars skulle ha svårt att attrahera. Det handlar främst om kompetens att hantera komplicerade derivattransaktioner, men också om kunskap inom områden som makro- och omvärdsanalys. Att rekryteringen underlättas leder till att även den reguljära statsskuld förvaltningen blir mer effektiv, vilket i förlängningen kan ge lägre kostnader för statsskulden. Dessa effekter är dock svåra att kvantifiera.

Positionstagningen leder även till att Riksgäldens aktivitet på de finansiella marknaderna ökar. Marknadsnärvaron utgör en viktig informationskälla i Riksgäldens omvärldsanalys. Närvaron leder också till att Riksgälden får bättre service, god marknadsinformation och bättre priser när man genomför transaktioner, även för transaktioner som inte har någon koppling till positionsverksamheten. Det senare kommer att bli ännu viktigare i och med att staten inför en ny ordning för valutaväxlingar i vilken Riksgälden kommer att utföra många av de valutatransaktioner som svenska myndigheter idag genomför på egen hand.

Positionsverksamheten bidrar således till att behålla och utveckla den affärsmässiga och analytiska kompetensen inom skuldförvaltningen, vilket bidrar till att kostnaderna för statsskulden blir lägre. Minst lika viktigt är dock att verksamheten också breddar Riksgäldens operationella kompetens. Det skapar bättre förutsättningar att möta oväntade och besvärliga situationer. I tider när de finansiella marknaderna fungerar sämre än vanligt kan Riksgälden behöva vidta extraordinära åtgärder som kräver kunskaper som går utöver dem som upprätthålls inom den reguljära skuldförvaltningen. Positionstagningen bidrar därför till att Riksgälden får bättre beredskap att hantera oförutsedda händelser.

Riksgälden bedriver den interna förvaltningen med relativt små resurser. Den rörliga resursåtgången uppskattades under 2015 till en och en halv årsarbetare för att analysera och genomföra själva affärerna (Skuldförvaltning), en halv årsarbetare för riskanalys, uppföljning och rapportering (Riskenheten) och cirka 0,2 årsarbetare för att avveckla transaktionerna (Back-Office). Den totala resursåtgången uppskattades således till drygt två årsarbetare.

Valutarisker

Inför riktlinjeförslaget för 2014 genomförde Riksgälden en omfattande analys av kostnader och risker i valutaskulden som resulterade i att den dåvarande fasta valutaandelen på 15 procent av statsskulden inte längre kunde motiveras. Riksgälden föreslog därför att valutaexponeringen skulle minska och att riktvärdet för valutaandelen skulle ersättas av ett tak.

Regeringen avslög önskemålet om ett tak för valutaandelen tillsvidare och gav ESV i uppdrag att titta på konsekvenserna av en sådan styrmodell. ESV ansåg det vara värdefullt att skilja de beslut som baseras på strategiska överväganden från dem som bygger på taktiskt positionstagande och ansåg att ett tak för valutaandelen var olämpligt. Skäl som transparens, förutsägbarhet och risk för sammanblandning med penningpolitiken talade enligt ESV emot att aktivt använda valutaandelen för att sänka kostnaden för statsskulden.

I riktlinjerna för 2015 beslutade regeringen om den styrmodell som gäller för valutaskulden idag. Valutaexponeringen ska minska med högst 30 miljarder kronor per år. Riktvärdet för minskningen sattes som ett tak för att undvika onödiga och potentiellt dyra finjusteringar för att nå en exakt nivå. Av motivtexterna framgår dock tydligt att minskningen planerades till 20 miljarder kronor per år. Att Riksgälden gavs en viss operativ flexibilitet ska inte tolkas som ett mandat att variera minskningstakten baserat på en uppfattning om kronans växelkurs. För sådana taktiska överväganden finns positionsmandatet i kronans växelkurs på 7,5 miljarder kronor.

Det är tydligt att regeringen vill särskilja mandatet att minska valutaskulden från mandatet att ta positioner i kronans växelkurs. Ett alternativ hade varit en styrmodell som ger större utrymme för taktiska överväganden inom ramen för den reguljära skuldförvaltningen. Den senare modellen är emellertid mindre transparent och de taktiskt

motiverade beslut som med nödvändighet äger rum i en verksamhet som skuld-
förvaltning blir därmed svårare att utvärdera.

Utgångspunkten för Riksgälden är att minska valutaexponeringen på effektivast möjliga
sätt. Det betyder att de valutor som bidrar med högst risk avvecklas först. En
förutsättning är dock att dessa valutor är långsiktigt riktigt värderade. Det kan således
vara klokt att även överväga mer taktiska hänsyn som att ta hänsyn till om en valuta är
uppenbart felvärderad. Ett exempel på det skulle kunna vara om den svenska kronan är
så undervärderad att det finns skäl att dra ned på amorteringstakten av valutaskulden.

I samband med att Riksgälden under 2000-talet minskade valutaskulden justerades
amorteringstakten vid flera tillfällen på grund av kronans växelkurs. Exempelvis upp-
hörde amorteringarna helt under inledningen av 2006. Riksgälden hade under denna
period möjligheten att avvika från den av regeringen beslutade amorteringstakten med
 ± 15 miljarder kronor om året. När styrningen av valutaskuldens storlek under 2008
övergick till ett andelsmål beslutade regeringen att ge Riksgälden ett separat mandat att ta
positioner i kronans växelkurs på motsvarande 15 miljarder kronor. Mandatets storlek
sänktes till 7,5 miljarder kronor i riktlinjerna för 2013 och har varit oförändrat sedan
dess.

Mot bakgrund av Riksgäldens tidigare erfarenheter av att amortera på valutaskulden
framstår det nuvarande positionsmandatet på 7,5 miljarder kronor som alltför
begränsande. Om Riksgälden anser att kronans växelkurs motiverar ett tillfälligt
amorteringsstopp begränsas det till en tidsperiod på endast fyra och en halv månad.
Därefter måste amorteringarna återupptas eftersom positionsmandatet då är fullt
utnyttjat. Med utgångspunkt i den beslutade amorteringstakten på 20 miljarder kronor
per år anser Riksgälden att ett positionsmandat i kronans växelkurs på 20 miljarder
kronor utgör en bättre avvägning mellan nyttan av att valutaskulden amorteras på ett
effektivt sätt och risken för att regeringens styrning av statsskuld-förvaltningen blir
otillräcklig.

Riksgälden föreslår att framtida positioner i kronans växelkurs ska begränsas till
motsvarande 20 miljarder kronor. Det skulle göra det möjligt för Riksgälden att tillfälligt
upphöra med valutaamorteringen i upp till ett år, vilket stämmer bättre överens med det
långsiktiga perspektiv som i övrigt präglar positionstagningen.

Den interna löpande förvaltningen

En väsentlig del av resultatetskillnaden mellan den interna och externa förvaltningen
uppstod under hösten 2014 då alla positioner stängdes och förluster realiserades. Skälet
till stängningen var att ramverket för den interna verksamheten behövde förtydligas och
utvecklas.

Den 1 januari 2015 infördes ett nytt ramverk för den interna förvaltningen som bland
annat innebar utökad intern rapportering och inrättandet av ett placeringsråd. Rådet är
ett forum där ansvariga förvaltare redovisar hur Riksgäldens makroekonomiska analys
omsätts i positioner och hur relationen mellan risk och förväntad avkastning ser ut för

dessa positioner. På rådet ges Riksgäldens ledning möjlighet att efterfråga analys och diskussion kring aktuella teman på de finansiella marknaderna.

Det nya ramverket innebar också att risknivån sänktes. Den fiktiva portföljstorleken reducerades från 164 till 64 miljarder kronor och det dagliga VaR-mandatet från 180 till 70 miljoner kronor. Det motsvarar en sänkning från 2,9 till 1,1 miljarder kronor mätt som årligt VaR. Dessutom infördes en förlustbegränsningsmekanism som gradvis sänker riskmandatet om det uppstår förluster på mer än 125 miljoner kronor. Om förlusterna ökar trots det minskade riskmandatet sänks mandatet ytterligare för att till slut helt förhindra risktagande. Mekanismen fungerar så att den största möjliga förlusten över en rullande tolv månadersperiod är 250 miljoner kronor.

I snäv bemärkelse har förlustbegränsningsmekanismen visat sig fungera; den begränsar förluster. Men tvingande handelsregler som stänger ner positioner leder också till att den förväntade avkastningen blir lägre. Det hänger samman med att förlustbegränsningsmekanismen fungerar som en försäkring för vilken man betalar en försäkringspremie. Dessutom har förlustbegränsningsmekanismen lett till att Riksgälden tappat förmågan att uthålligt kunna bära förluster. Mekanismen tvingar i själva verket Riksgälden att realisera förluster i takt med att de uppstår, vilket med nödvändighet leder till att förmåga att agera långsiktigt försämras.

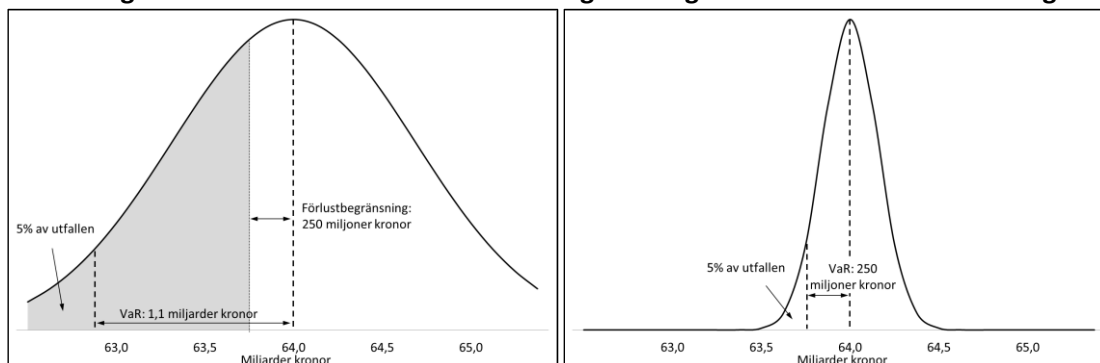
Den vänstra figuren på nästa sida beskriver tänkbara utfall för en fiktiv portfölj värd 64 miljarder kronor när VaR-mandatet på 1,1 miljarder kronor är fullt utnyttjat. För att underlätta framställningen antas den förväntade avkastningen vara noll. Figuren visar att i 95 procent av utfallen blir resultatet bättre än en förlust på 1,1 miljarder kronor (portföljvärdet 62,9 miljarder kronor), medan det i fem procent av fallen blir sämre.

Förlustbegränsningsmekanismen innebär att man försäkrar sig mot de utfall som ger förluster på mer än 250 miljoner kronor (den grå ytan i figuren). Priset på den försäkringen kan uppskattas till 166 miljoner kronor om året.³ Det betyder att om den interna förvaltningen utnyttjar hela VaR-mandatet krävs intäkter på 166 miljoner kronor om året för att uppnå break-even. Under de premisserna är det tveksamt om verksamheten kan bidra till att sänka kostnaden för statsskulden på lång sikt.

I själva verket köps ingen försäkringen utan den skapas på konstgjord väg genom att tillämpa en handelsregel vars resultat replikerar utfallet för den tänkta försäkringen. I praktiken är det dock svårt att replikera försäkringen exakt med mindre än att man ådrar sig stora transaktionskostnader som gör försäkringen ännu dyrare. Man bör därför tolka handelsregeln som en approximation av försäkringen, dvs. något som med hög sannolikhet förhindrar förluster som överstiger 250 miljoner kronor om året.

³ Priset på försäkringen har beräknats som värdet på en option som under ett års tid ger innehavaren rätt att sälja portföljen för 63,75 miljarder kronor (dvs. en förlust på 250 miljoner kronor). Optionsvärderingen är gjord med Black and Scholes optionsvärderingsmodell under förutsättning att räntan är noll och volatiliteten är 1,07 procent (vilket motsvarar ett VaR på 1,1 miljarder kronor för en portfölj med storleken 64 miljarder kronor).

Fördelningar vid val av olika metoder för riskbegränsning inom den interna förvaltningen



Ett mer direkt sätt att begränsa riskerna till ungefär samma nivå är att sänka själva riskmandatet till 250 miljoner kronor mätt som årligt VaR, vilket motsvarar ett dagligt VaR på ungefär 16 miljoner kronor. Den högra figuren ovan illustrerar en sådan riskbegränsning. Genom att reducera riskmandatet från 70 till 16 miljoner kronor mätt som dagligt VaR blir nyttan av förlustbegränsningsmekanismen så liten att den skulle kunna tas bort.

Under sommaren 2016 beslutade Riksgälden därför att slopa förlustbegränsningsmekanismen. Samtidigt reducerades riskmandatet till 16 miljoner kronor mätt som dagligt VaR. I och med beslutet slog Riksgälden fast att den interna förvaltningen fortsättningsvis ska bedrivas med betydligt lägre risktagande än tidigare. Den får emellertid bättre förutsättning att åter gå med vinst.

Slutsats

Genom att tillvarata förmågan att agera långsiktigt när andra marknadsaktörer har svårt att göra detsamma bedömer Riksgälden att det finns goda förutsättningar för att positionsverksamheten ska kunna bidra till sänkta kostnader och risker för statskulden som helhet. Positionsverksamheten bidrar också till att behålla och utveckla den affärsmässiga, analytiska och operationella kompetensen, vilket leder till att Riksgälden får bättre beredskap att hantera oförutsedda händelser.

För att ytterligare öka nyttan av den aktiva förvaltningen överväger Riksgälden att i högre grad än tidigare använda positioner för att aktivt sänka risken i statskulden. Riksgälden föreslår därför att definitionen av positioner i regeringens riktlinjer får följande lydelse: ”Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statskulden med beaktande av risk, eller sänka riskerna för statskulden med beaktande av kostnad och inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.”

För närvarande amorterar Riksgälden på valutaskulden med motsvarande 20 miljarder kronor om året. I det fall kronan är kraftigt undervärderad bör amorteringstakten kunna sänkas. Riksgälden anser att utrymmet för att ta positioner i kronans växelkurs på motsvarande 7,5 miljarder kronor då är otillräckligt och föreslår att detta höjs till 20 miljarder kronor.