

Avrapportering av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas

Riksgälden redovisar i denna rapport resultatet av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet för statsskuldsvärdet kan underlättas. Uppdraget bygger på resultat och iakttagelser från regeringens skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015 (skr. 2015/16:104). I utvärderingsarbetet anlätade regeringen Ekonomistyrningsverket (ESV) för att bistå med djupare analys i enskilda frågeställningar.

I korthet är ESV:s synpunkter att måttet *periodiserad kostnad*, som Riksgälden använder när statsskuldens totala kostnad följs upp i den årliga utvärderingsrapporten, är svårt att förstå. Det gäller särskilt för instrument vars framtida kassaflöden är okända som exempelvis realobligationer och instrument i utländsk valuta. För dessa instrument revideras kostnaden retroaktivt i takt med att tidigare gjorda antaganden ersätts av faktiska utfall. För att undvika denna egenskap föreslår ESV att kostnaden ska beräknas utifrån respektive instruments emissionsränta som i dag, men att variationen i inflation och valutakurser ska kostnadsföras löpande.

ESV menar också att uppföljningen bör kompletteras med ett kostnadsmått härlett från marknadsvärdeförändringar, dels som jämförelse, dels i syfte att ge en ökad löpande riskkontroll.

Vidare saknar ESV ett riskmått och rekommenderar därför Riksgälden att ta fram och redovisa ett sådant. Slutligen bedömer ESV att utvärderingen bör kompletteras med en jämförelse av kostnaden mot en riktmärkesportfölj.

Mot bakgrund av ESV:s synpunkter och regeringens uppdrag föreslår Riksgälden följande vad gäller utvärderingen av statsskuldens kostnad och risk:

- Precis som tidigare bör inte orealiserade marknadsvärdeförändringar till följd av ränterörelser ses som en kostnad. Däremot bör real- och valutaskulden, i enlighet med ESV:s förslag, löpande kostnadsföras på grundval av inflationsuppräknings- och valutakursförändringar. På så sätt kommer inte kostnaden att revideras bakåt i tiden.
- Av transparens- och enkelhetsskäl bör effekten av återköp redovisas direkt i samband med återköpet även om det ger upphov till större kostnadsvariation. Då leder inte heller återköp till att kostnaden revideras bakåt.
- Det föreslagna kostnadsmåttet ersätter måtten *periodiserad kostnad* och *genomsnittlig emissionsränta* i utvärderingsrapporten. Riksgälden kommer fortsätta att redovisa måttet *räntebetalningar på statsskulden*.
- Ett kostnadsmått baserat på marknadsvärdeförändringar kan i vissa sammanhang användas som komplement till det föreslagna kostnadsmåttet.

- Det överordnade riskmålet bör vara variationen i det föreslagna kostnadsmålet.
- Riktmärkesportföljer bör inte införas eftersom de inte bedöms kunna underlätta utvärderingen av statsskuldsförvaltningen.

I rapportens första avsnitt diskuteras kostnadsbegreppet. De nuvarande kostnadsmåten redovisas följt av en genomgång av olika principer för skuldvärdering och kostnads-mätning. Därefter presenteras ett nytt kostnadsmått som föreslås användas i utvärderingen. I avsnitt 2 redovisas ett förslag till riskmått som anknyter till det nya kostnadsmålet. Avslutningsvis diskuteras i avsnitt 3 lämpligheten med att använda riktmärkesportföljer för att utvärdera statsskuldsförvaltningen.

1. Kostnadsmått

1.1. Nuvarande kostnadsmått

Vartannat år utvärderar regeringen statens upplåning och skuldförvaltning i form av en skrivelse till riksdagen. Utgångspunkten för utvärderingen är det av riksdagen beslutade målet för statsskuldspolitiken, att statsskulden ska förvaltas så att kostnaden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas, samt att förvaltningen ska ske inom ramen för de krav penningpolitiken ställer.

En central fråga i utvärderingen är hur kostnad och risk ska mätas, samt hur de ska vägas av mot varandra. I dag redovisar Riksgälden tre olika mått på statsskuldens kostnad. Det första måttet är *räntebetalningar på statsskulden* som lite förenklat visar hur mycket som faktiskt betalas ett enskilt år. Måttet är direkt kopplat till kassaflöden och ingår som en del i utfallet på statsbudgeten. Det andra måttet är *genomsnittlig emissionsränta* som på ett stiliserat sätt visar vilken ränta skulden löper till vid ett visst tillfälle. Måttet visar alltså en ögonblicksbild av kostnaden exklusive inflationskompensation och valutakursförändringar. Det tredje måttet kallas *periodiserad kostnad* och visar hela kostnaden för statsskulden baserat på principen om att orealiserade marknadsvärden inte ska kostnadsföras. Det överensstämmer med de principer som regeringen formulerat i riktlinjerna för statsskuldsförvaltningen.

1.2. Principer för skuldvärdering och kostnads-mätning

Varje kostnadsmått utgår i regel från en viss skuldvärderingsprincip. Kostnaden beräknas som förändringen av skuldens värde mellan två tidpunkter med hänsyn tagen till de kassaflöden som betalats under perioden. Undantaget är måttet *genomsnittlig emissionsränta* som inte mäter kostnaden över en given tidsperiod utan enbart ger en ögonblicksbild av kostnaden vid en viss tidpunkt.

Som bakgrund till nästa avsnitt där ett nytt kostnadsmått föreslås, presenteras här tre vedertagna skuldvärderingsprinciper i form av nominellt slutvärde, marknadsvärde och upplupet anskaffningsvärde. Vidare beskrivs de kostnads-mått som följer av dessa värderingsprinciper.

1.2.1. Statsskulden värderad till nominellt slutvärde

Det officiella måttet för statsskulden följer europeisk standard för hur skulden ska värderas.¹ Alla ingående instrument värderas till så kallat nominellt slutvärde. Det är det belopp som ska betalas tillbaka när skulden förfaller. För realobligationer värderas skulden löpande om med upplupen inflationskompensation. För instrument i utländsk valuta görs en löpande omvärdering till aktuell valutakurs. De sistnämnda principerna kan tolkas som att man gör ett implicit antagande om att inflationen kommer att vara noll och valutakursen oförändrad från värderingstillfället fram till att instrumenten förfaller.

I statsbudgetredovisningen mäts kostnaden för statsskulden utifrån denna princip och kallas då för *räntebetalningar på statsskulden*. Kostnaden mäts i princip i kassamässiga termer.² Det är summan av de räntebetalningar (kupongräntor m.m.) som realiseras under en period som fångas i detta mått. Därutöver tillkommer över- och underkurser när Riksgälden emitterar till ett marknadspris som skiljer sig från det nominella beloppet. Detta är fallet då emissionsräntan avviker från obligationens kupongränta.

Över- och underkurser tas upp som en ränteinkomst eller ränteutgift vid själva emissionstidpunkten.³ På så sätt säkerställs att bokföringen av statsskuldräntorna går ihop med värderingen av statsskulden till nominellt slutvärde. Statsskuldräntor enligt denna definition har ett eget utgiftsområde i statsbudgeten, utgiftsområde 26 ”Statsskuldräntor m.m.”.

1.2.2. Statsskulden värderad till marknadsvärde

En annan värderingsprincip är att mäta skulden till dess marknadsvärde. Utöver att hänsyn tas till aktuell inflationsuppräknings och valutakurs marknadsvärderas samtliga instrument även med aktuella räntor. Det innebär att skulden blir större om marknadsräntorna sjunker sedan ett lån har emitterats och vice versa.

Kostnaden enligt denna värderingsprincip beräknas genom att förändringen av skuldens marknadsvärde läggs till de löpande räntebetalningarna. På så sätt fångas upplupna räntor på samma sätt som vid periodisering, men dessutom kostnadsförs ändringar i marknadsvärdet på skulden som uppstått till följd av att marknadsräntor, prisindex och valutakurser ändrats under perioden.

Marknadsvärdering är en enkel och transparent princip och är rimlig för många förvaltare med kort horisont där förutsättningen är att portföljen snabbt kan behöva omplaceras. Det är dock en mindre relevant princip för statsskuld förvaltningen

¹ Se Eurostat/ESA 2010.

² Anslagsavräkningen av statsskuldräntorna är egentligen utgiftsmässig dvs. sker på affärsdagen. I Riksgäldens månatliga redovisning av lånebehovet är redovisningen istället helt kassamässig (dvs. baserad på likviddag och inte affärsdag). De något olika principerna gör att nivån på räntebetalningarna kan skilja sig åt mellan månader. Sett över ett helt år är skillnaderna i regel dock mycket små.

³ Detta gäller för kupongobligationer. För nollkupongare tas över- och underkurser istället upp som ränta då instrumentet förfaller.

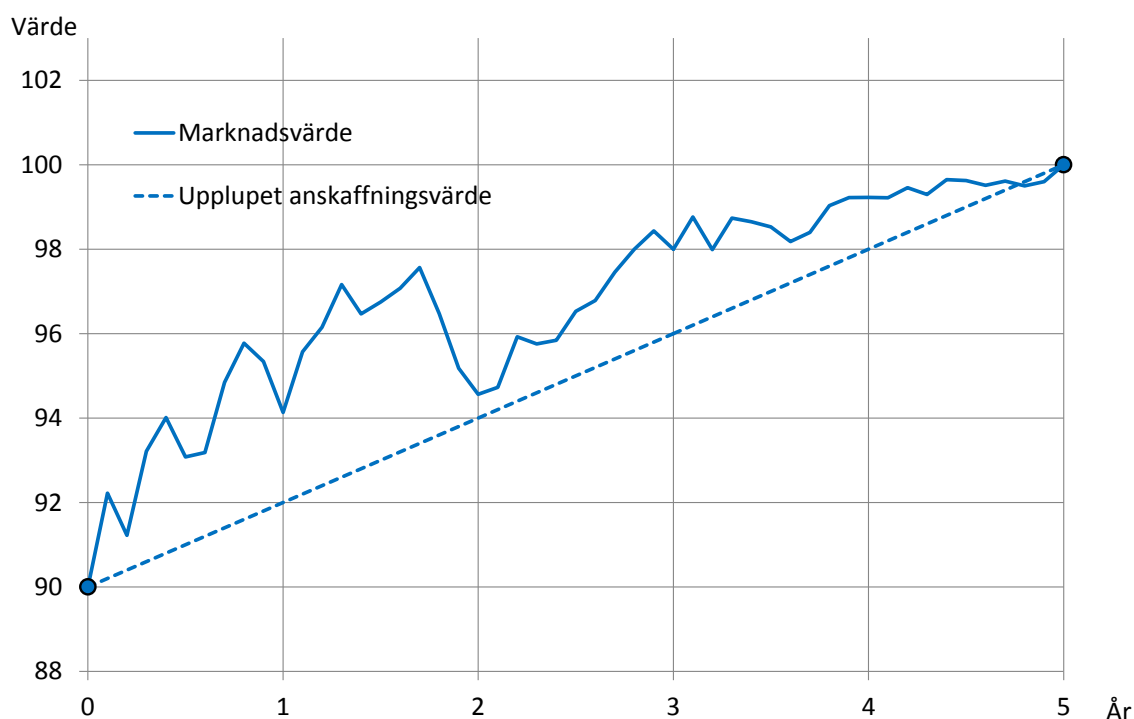
eftersom denna ska ses ur ett långsiktigt perspektiv och Riksgäldens strategi vanligen är att hålla lånen till förfall.

1.2.3. Statsskulden värderad till upplupet anskaffningsvärde

Det upplupna anskaffningsvärdet erhålls genom att diskontera ett instruments framtida kassaflöden med emissionsräntan. Denna metod, som ibland även kallas effektivräntemetoden, tillämpar Riksgälden i den finansiella redovisningen av kostnaden för statskulden. Metoden följer internationell standard för redovisning av finansiella skulder som hålls till förfall och är vanlig bland aktörer som har lång placeringshorisont.⁴

Värdering till upplupet anskaffningsvärde innebär alltså att ett låneinstrument redovisas till likvidbeloppet (exklusive upplupen ränta) vid emissionstillfället och därefter löpande omvärderas med emissionsräntan, se diagram 1. När tiden till förfall minskar, stiger det upplupna anskaffningsvärdet om obligationen emitterades till underkurs, och minskar om den emitterades till överkurs. När instrumentet slutligen förfaller är det upplupna anskaffningsvärdet lika med det nominella beloppet.

Diagram 1: Marknadsvärde och upplupet anskaffningsvärde för en nominell obligation



Kostnaden för skulden utgörs av förändringen i det upplupna anskaffningsvärdet mellan två tidpunkter plus de kassaflöden som betalats under perioden. Kostnaden fördelas jämnt över varje instruments återstående löptid och bestäms av emissionsräntan. Kostnaden påverkas inte av att marknadsräntorna ändras. Däremot påverkas kostnaden

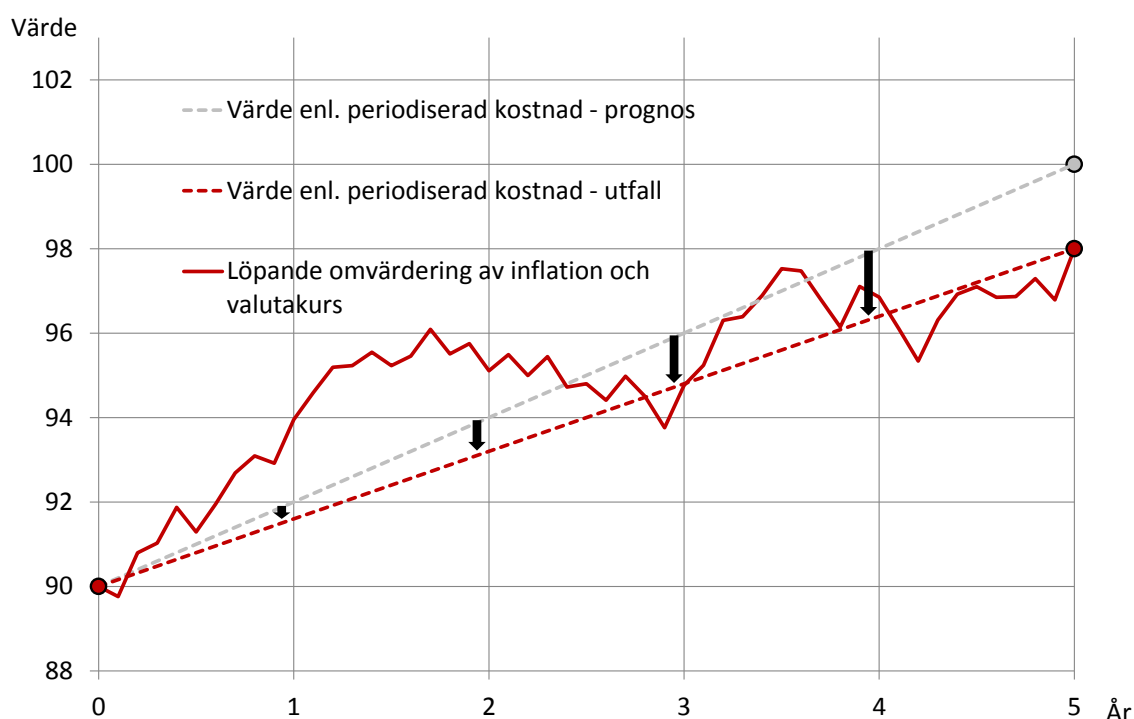
⁴ Metoden föreskrivs bland annat i IFRS/US-GAAP.

av att real- och valutaskulden löpande räknas upp med inflationen och värderas om till aktuell valutakurs.

Måttet *periodiserad kostnad* är en variant av värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde med den skillnaden att inflation och valutakursändringar inte kostnadsförs löpande. I stället periodiseras förändringen i dessa variabler jämnt över varje instruments löptid i syfte att orealiserade marknadsvärdeförändringar inte ska kostnadsföras. Fram till att ett instrument förfaller beräknas kostnaden utifrån ett antagande om hur inflation och valutakurser kommer att utvecklas. När dessa antaganden ersätts av faktiska utfall ändras kostnaden retroaktivt.

Detta illustreras av att den grå streckade linjen i diagram 2 skiftas ner till den röda linjen. Den heldragna linjen i diagrammet motsvarar löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar. Genom att beräkna kostnaden utifrån denna princip undviks problemet med att kostnaden ändras retroaktivt.

Diagram 2: Inflations- och valutakursförändringar med löpande omvärdering eller jämn periodisering över instrumentets löptid



1.2.4. Räkneexempel – kostnad med olika värderingsprinciper

Här redovisas ett enkelt räkneexempel för att belysa vad kostnaden blir med de olika värderingsprinciperna. I exemplet emitteras en femårig obligation med nominellt värde 100 som hålls till förfall. Obligationen har en kupongränta på 4 procent och den emitteras till marknadsräntan 2 procent. På likviddagen är obligationen värd 109,43 och handlas alltså till en överkurs på 9,43.

Det nominella slutvärdet, upplupna anskaffningsvärdet och marknadsvärdet kommer att utvecklas på följande sätt under obligationens löptid givet hur marknadsräntan utvecklas:

Tabell 1: Värdering till nominellt slutvärde, upplupet anskaffningsvärde respektive marknadsvärde

År	Marknads- ränta	Nominellt slutvärde	Upplupet anskaffningsvärde	Marknads- värde
0	2 %	100	109,43	109,43
1	3 %	100	107,62	103,72
2	4 %	100	105,77	100,00
3	1 %	100	103,88	105,91
4	2 %	100	101,96	101,96
5	3 %	100	100,00	100,00

Om skulden värderas till upplupet anskaffningsvärde kommer det kostnadmässiga resultatet att utvecklas i enlighet med tabell 2. Kostnaden sprids ut över obligationens löptid genom att överkursen skrivs av fram till förfall. Den årliga avskrivningen motsvarar förändringen av det upplupna anskaffningsvärdet.

Tabell 2: Kostnadmässigt resultat – värdering till upplupet anskaffningsvärde

År	Kupong	Avskrivning	Totalt
1	4	-1,81	2,19
2	4	-1,85	2,15
3	4	-1,88	2,12
4	4	-1,92	2,08
5	4	-1,96	2,04
Summa		-9,43	10,57

Om skulden i stället värderas till nominellt slutvärde mäts resultatet enligt kassamässiga principer, se tabell 3. Kostnaden utgår från kassaflödena (med undantag för det nominella beloppet). Överkursen minskar räntebetalningarna så att dessa blir negativa det första året. Därefter utgörs resultatet av kupongerna. Sett över hela perioden blir kostnaden densamma som i den kostnadmässiga redovisningen. Kostnaden fördelas dock på ett annat sätt över löptiden och variationen blir betydligt större.

Tabell 3: Kassamässigt resultat – värdering till nominellt slutvärde

År	Kupong	Överkurs	Totalt
1	4	-9,43	-5,43
2	4		4,00
3	4		4,00
4	4		4,00
5	4		4,00
Summa		-9,43	10,57

Även med den tredje värderingsprincipen – marknadsvärdering – blir den totala kostnaden densamma, men fördelas på ett annat sätt eftersom den årliga kostnaden är

beroende av förändringen i marknadsräntan. Variationen blir därmed större jämfört med när kostnaden mäts utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde.

Tabell 4: Kostnadsmässigt resultat – värdering till marknadsvärde

År	Kupong	Värde- förändring	Totalt
1	4	-5,71	-1,71
2	4	-3,72	0,28
3	4	5,91	9,91
4	4	-3,95	0,05
5	4	-1,96	2,04
Summa		-9,43	10,57

1.3. Överväganden

Utgångspunkten för ett kostnadsmått för statsskulden bör vara de principer som vägleder statsskuld förvaltningen. Enligt riktlinjerna ska det överordnade kostnadsmåttet vara *den genomsnittliga emissionsräntan*. Med detta avses den totala kostnaden för statsskulden som består av tre komponenter; räntor, inflationskompensation och valutakursförändringar.⁵

Praxis i riktlinjerna har varit att orealiserade marknadsvärdeförändringar inte ska ses som en kostnad. Kostnaden ska i stället bestämmas på basis av den ränta som råder vid emissionstillfället plus utfallet för inflation och valutakursförändringar. Motivet är att statsskuld förvaltningen ska ses ur ett långsiktigt perspektiv och att Riksgälden har som strategi att inte aktivt handla med sina obligationer utan i regel håller dem till förfall.

En komplett marknadsvärdering, som i princip bygger på tanken att hela skulden ska köpas upp och refinansieras på en gång, skulle därmed inte ge en rättvisande bild av vare sig statsskuldens storlek eller kostnad. Värderingsprincipen riskerar helt enkelt att ge en överdriven bild av svängningarna i skuldens storlek och kostnad eftersom orealiserade värdeförändringar till följd av ränterörelser får genomslag, trots att de vanligtvis förblir orealiserade. Metoden är heller inte standard bland andra aktörer på finansmarknaden som håller finansiella skulder och tillgångar till förfall.

Det kassamässiga sättet att mäta ränteutgifter är inte heller ett lämpligt mått i utvärderingssammanhang. Metoden ger typiskt sett upphov till stora variationer i utgifterna som inte speglar den faktiska kostnaden. Bland annat är måttet känsligt för vilka obligationer Riksgälden för tillfället emitterar samt vilka lån som köps tillbaka i marknadsvårdande byten. Om marknadsräntan avviker från kupongräntan kan över- eller underkurserna vid emission bli betydande. Det gäller också kursvinsterna eller kurs-

⁵ Det överordnade kostnadsmåttet ska inte förväxlas med måttet *genomsnittlig emissionsränta* som Riksgälden redovisar i utvärderingsrapporten som endast mäter räntekomponenten i totalkostnaden.

förlusterna som uppstår då Riksgälden köper tillbaka en obligation.⁶ Därutöver kan det bli avsevärda effekter på räntebetalningarna när en realobligation eller ett valutalån förfaller. Det beror på att hela den upplupna inflationskompensationen och valutakurseffekten påverkar resultatet på förfalldagen.

Utifrån detta drar Riksgälden slutsatsen att det kostnadsmått som används i utvärderingssyfte bör härledas ur värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde.

I vissa sammanhang, till exempel för att utvärdera hur positionsverksamheten bidragit till statsskuldens kostnad och risk, kan det emellertid vara ändamålsenligt att använda kostnadsmått som baseras på marknadsvärdeförändringar. Det motiveras av att positioner vanligtvis tas via derivatinstrument som marknadsvärderas löpande.

1.3.1. Okända kassaflöden

För real- och valutaskulden beror kostnaden inte bara på räntan utan även på inflation och valutakursförändringar som på förhand är okända. De framtida kassaflödena för realobligationer och valutainstrument är därför också okända och den realiserade kostnaden blir inte bestämd förrän varje instrument har förfallit.

I måttet *periodiserad kostnad* har Riksgälden valt att helt utgå från principen om att inte låta orealiserade marknadsvärdeförändringar påverka kostnaden. Därför har kostnaden vid varje tillfälle räknats ut givet scenarier vad gäller framtida inflation och valutakursutveckling. Efter hand har antagandena ersatts av faktiska utfall vilket gjort att kostnaden reviderats bakåt i tiden.

Precis som ESV påpekar är det ingen önskvärd egenskap för ett mått som beskriver den historiska kostnaden i utvärderingssyfte. Riksgälden föreslår därför, i enlighet med ESV:s förslag, att kostnaden för real- och valutaskulden bör mätas genom löpande omvärdering av skulden till aktuell inflationsuppräknings och valutakurs. Genom att göra så kommer inte kostnaden att ändras bakåt i tiden.

Metoden innebär att orealiserade marknadsvärdeförändringar till viss del kommer att ingå i kostnaden vilket påverkar kostnadsvariationen för de olika skuldslagen. Riksgälden diskuterar detta vidare under avsnitt 2.

En ytterligare fördel med den föreslagna metoden för att hantera okända kassaflöden är att den överensstämmer med Riksgäldens nuvarande redovisningsprincip. Därmed förenklas framtagandet av kostnaden då den kan hämtas direkt ur affärssystemet och stämmas av mot bokföringen.⁷ Riksgälden räknar med att det nya måttet ska vara implementerat till utvärderingsrapporten för 2017.

⁶ Kursvinst eller kursförlust är den vedertagna benämningen på en över- eller underkurs då Riksgälden köper tillbaka en obligation, dvs. vid en köptransaktion i stället för en säljtransaktion av en obligation som getts ut av Riksgälden.

⁷ Avstämning mot bokföringen är möjlig från och med 2014 eftersom redovisningsprinciperna i affärssystemet delvis ändrades under 2013.

1.3.2. Effekten på kostnaden av återköp

Även om skulden i normalfallet hålls till förfall så ingår det i Riksgäldens strategi att regelbundet köpa tillbaka obligationer. Exempelvis görs det när nya obligationer introduceras. Då genomför Riksgälden byten av redan utestående obligationer till den nya i syfte att snabbt få upp volymen. Vidare erbjuder Riksgälden byten i realobligationer i en löpande bytesfacilitet av marknadsvårdsskäl. Av samma skäl erbjuder Riksgälden uppköp av realobligationer inför att de blir kortare än ett år.

Normalt sett påverkas inte den långsiktiga kostnaden i någon större utsträckning av byten. Om Riksgälden i ett byte exempelvis köper tillbaka en obligation till en lägre marknadsränta än den ursprungliga emissionsräntan så realiseras en förlust, men i gengäld emitteras en ny obligation till den lägre marknadsräntan. I princip påverkas då inte kostnaden sett över en längre tidsperiod. Däremot resulterar bytet i en ökad kostnadsvariation.

Att kostnadsvariationen ökar kan illustreras av ett exempel där en tioårig obligation köps tillbaka efter fem år och ersätts av en ny femåring. Kostnaden för hela tioårsperioden påverkas inte av köpet. Däremot ökar risken eftersom en kostnad realiseras för den första femårsperioden, och en annan sedan gäller för den andra femårsperioden. Effekten av byten är med andra ord analog med resonemanget om att det är högre risk att rulla två korta lån jämfört med att låsa in kostnaden i ett långt lån.

I praktiken finns det olika alternativ för att redovisa effekten av återköp. I måttet periodiserad kostnad hanteras återköp genom att de realiserade marknadsvärdet förändringarna periodiseras bakåt i tiden från de ursprungliga emissionerna fram till tidpunkten för återköpet, se diagram 3. Nackdelen med denna metod är att kostnaden ändras bakåt i tiden varje gång ett återköp görs.

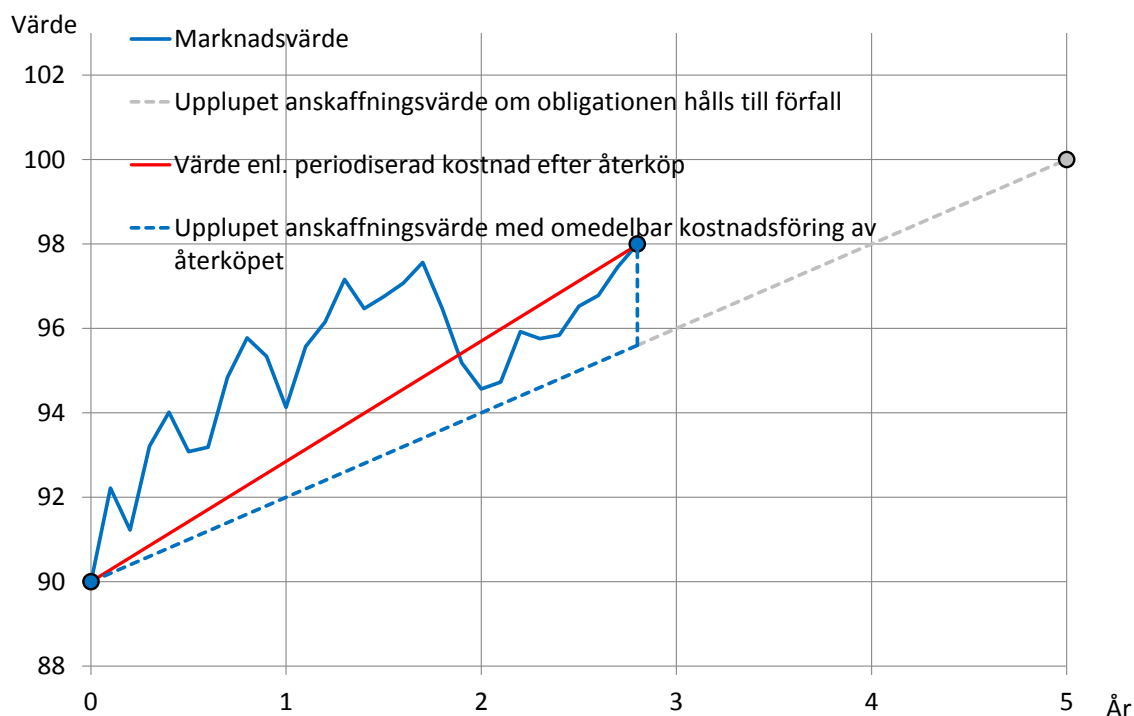
För att undvika detta finns det två alternativ. Det första är att effekten av återköp kostnadsförs fullt ut direkt vid återköpstidpunkten, vilket motsvaras av skillnaden mellan det upplupna anskaffningsvärdet och marknadsvärdet i diagram 3. En fördel med den här metoden är att den är transparent och enkel både att förstå och att implementera rent tekniskt. En nackdel är att den kan ge upphov till en betydande kortsiktig kostnadsvariation eftersom hela effekten av återköpet läggs på en enda dag utan periodisering.

Det andra alternativet är att den realiserade marknadsvärdet förändringen periodiseras framåt i tiden. Periodiseringen sker då från tidpunkten för återköpet fram till den köpta obligationens förfalldag. I stället för att den utestående volymen minskas när köpet görs så får de ursprungliga emissionerna ligga kvar i kostnadsberäkningen tillsammans med en ny fiktiv tillgång i form av det återköpta lånet.

Fördelen med den senare metoden är att resultateffekten av köpet periodiseras. Nackdelen är dock att metoden är svårare att förstå och i värsta fall kan leda till konstraintuitiva resultat. Om exempelvis en obligation köps tillbaka helt så kommer det i beräkningen ändå att finnas kvar både en skuld och en tillgång fram till förfall. Därmed kommer det även att finnas en kostnad fram till förfall trots att obligationen i

verkligheten inte finns kvar. Metoden är också svårare att implementera rent tekniskt. Sannolikt skulle det kräva omfattande förändringar i Riksgäldens affärssystem.

Diagram 3: Effekten av återköp med omedelbar kostnadsföring respektive jämn periodisering bakåt i tiden



Av transparens- och enkelhetsskäl bedömer Riksgälden att effekten av återköp bör redovisas enligt den första metoden ovan, det vill säga att effekten tas upp direkt i samband med återköpet. Detta kan dock komma att ge upphov till kortsiktiga kostnadsvariationer som behöver förklaras.

1.3.3. Räkneexempel – effekter av återköp

För att ytterligare förtydliga hur återköp påverkar resultatredovisningen vid olika värderingsprinciper följer här ett exempel som bygger på förutsättningarna i avsnitt 1.2.4. Precis som tidigare antas det att en femårig obligation med nominellt belopp 100 och en kupongränta på 4 procent ges ut till marknadsräntan 2 procent. I detta fall hålls den emellertid inte till förfall utan köps tillbaka efter 3 år men då till marknadsräntan 1 procent.

Med kassamässig redovisning (värdering av skulden till nominellt slutvärde) uppstår det en överkurs i samband med emissionen. Därutöver betalas kupongen under de tre år som obligationen löper på fram till tidpunkten för återköpet. Vid själva återköpet realiseras en marknadsvärdeförändring som utgörs av skillnaden mellan marknadspriset och det nominella värdet på obligationen. Detta resultat redovisas som en kursförlust. Noterbart är att resultatet vid kassamässig redovisning fluktuerar betydligt mellan åren.

Tabell 5: Kassamässigt resultat vid återköp

År	Kupong	Överkurs	Kursförlust	Totalt
1	4	-9,43		-5,43
2	4			4,00
3	4		5,91	9,91
4				
5				
Summa				8,48

Med kostnadsmässig redovisning (värdering av skulden till upplupet anskaffningsvärde), och omedelbar kostnadsföring av återköpet, blir det också en relativt stor påverkan på resultatet år 3. Kostnaden utgörs av kupongbetalningar och avskrivningar men därutöver tillkommer nettot av den realiserade kursförlusten vid återköpet och de återstående avskrivningarna år 4 och 5 från den ursprungliga emissionen.

Tabell 6: Kostnadsmässigt resultat vid återköp – återköpet kostnadsförs omedelbart

År	Kupong	Avskrivning	Återstående avskrivning	Kursförlust	Totalt
1	4	-1,81			2,19
2	4	-1,85			2,15
3	4	-1,88	-3,88	5,91	4,14
4					
5					
Summa					8,48

För att mildra resultatpåverkan av återköpet år 3 kan effekterna i stället periodiseras framåt i tiden till obligationens förfalldatum. I praktiken åstadkoms det genom att den ursprungliga emissionen får ligga kvar och att återköpet registreras vid sidan av som en fiktiv tillgång som motsvarar det återköpta beloppet. Precis som den ursprungliga skulden skrivs den fiktiva tillgångens över- eller underkurs av fram till förfall. En sådan metod har använts i exemplet i tabell 7.

Tabell 7: Kostnadsmässigt resultat vid återköp – återköpet kostnadsförs framåt

År	Kupong	Avskrivning	Kupong ¹	Avskrivning ¹	Totalt
1	4	-1,81			2,19
2	4	-1,85			2,15
3	4	-1,88			2,12
4	4	-1,92	-4	2,94	1,02
5	4	-1,96	-4	2,97	1,01
Summa					8,48

¹ Avser en fiktiv tillgång.

Ovanstående exempel är stiliserade men kan ändå illustrera hur kostnaden för stats-skulden påverkas av att Riksgälden köper tillbaka obligationer. En genomgång av köptransaktioner mellan januari 2014 och oktober 2016 visar att beloppen kan vara

betydande. Nettot av kursvinster och kursförluster samt återstående avskrivningar som realiserar vid återköpet uppgick till -0,6 mdkr 2014, 6,4 mdkr 2015 och 4,9 mdkr januari-oktober 2016. Detta kan ställas i relation till den totala kostnaden för statsskulden som exempelvis uppgick till omkring 20 mdkr 2015.

1.4. Slutsats

Utifrån detta drar Riksgälden slutsatsen att det kostnadsmått som används i utvärderings-syfte bör härledas ur värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Det betyder att skulden värderas till det lånade beloppet på emissionsdagen och att värdet därefter löpande omvärderas med emissionsräntan fram till förfall. Hålls instrumentet till förfall fördelas därmed kostnaden jämnt över löptiden.

Vidare föreslår Riksgälden att kostnaden för real- och valutaskulden bör mätas genom att löpande omvärdera skulden till aktuell inflationsuppräknings- och valutakurs. Metoden innebär att kostnaden inte behöver ändras bakåt i tiden.

Av transparens- och enkelhetsskäl bör effekten av återköp redovisas direkt i samband med återköpet även om det ger upphov till större kostnadsvariation. Trots detta bedömer Riksgälden att fördelarna överväger jämfört med alternativet att periodisera framåt i tiden.

2. Riskmått

Riksgälden föreslår att den överordande risken i utvärderingen ska mätas som variationen i det ovan föreslagna kostnadsmättet. För den nominella kronskulden, givet att den hålls till förfall, är kostnaden känd på förhand. Genom att kostnaden mäts utifrån principen att skulden värderas till upplupet anskaffningsvärde kommer inte marknadsvärdet förändringar till följd av ändrade marknadsräntor under lånets löptid att räknas som risk. Däremot kommer effekten av ändrade marknadsräntor att påverka kostnadsvariationen i takt med att gamla lån ersätts av nya. Den föreslagna principen bygger på vedertagen praxis i riktlinjesammanhang om att orealiserade marknadsvärdet förändringar inte ska ses som en kostnad.

Vid återköp realiserar marknadsvärdet förändringar till följd av ändrade marknadsräntor vilket fångas upp av det föreslagna kostnadsmättet. Därmed kommer den ökade kostnadsvariationen som återköp ger upphov till även att fångas i riskmättet.

För real- och valutaskulden är kostnaden på förhand okänd. Därför är det rimligt att denna osäkerhet fångas upp i riskmättet. Med den föreslagna metoden kommer detta att ske genom att inflation och valutakursförändringar löpande kostnadsförs.

3. Riktmärkesportföljer

Regeringsuppdraget omfattar även att utreda om det kan vara ändamålsenligt att införa någon form av riktmärkesbaserad utvärdering av upplåningskostnaderna. Bakgrunden är

att regeringen anser det vara svårt att veta om upplåningskostnaderna har minimerats utan att känna till vilka kostnader som andra upplåningsstrategier hade resulterat i.

Riksgälden delar regeringens uppfattning att det är svårt att sätta kvantitativa mål för statens lånekostnader. Jämförelser med andra låntagare ger inte heller nödvändigtvis bra svar. Riksgälden lånar billigast av alla låntagare på den svenska kapitalmarknaden, men det utgör ingen garanti för att man inte skulle kunna låna ännu billigare.

3.1 Skuld- och tillgångsförvaltning har likheter

Frågan om hur billigt Riksgälden kan låna har, av flera skäl, inget entydigt svar. Statens lånekostnader beror i första hand på det allmänna ekonomiska läget, statens kreditvärdighet och preferenserna hos de investerare som köper statsobligationer och andra värdepapper som Riksgälden emitterar. Upplåningskostnaderna styrs således i hög grad av faktorer som ligger utanför Riksgäldens kontroll.

Här finns tydliga paralleller till tillgångsförvaltning. Inom tillgångsförvaltning är målet att maximera avkastningen med beaktande av risk och inte heller här finns något entydigt svar på frågan om hur hög avkastningen kan bli. ESV anser att skuld- och tillgångsförvaltning har många likheter och därför borde kunna utvärderas på liknande sätt. Förvaltare av tillgångar utvärderas ofta i förhållande till riktmärkesportföljer.

Exakt vilken fråga som denna form av utvärdering ger svar på kan diskuteras. Att jämföra avkastningen på en förvaltd portfölj med den på ett benchmark svarar inte på frågan om förvaltaren har maximerat avkastningen med beaktande av risk. Ett till synes gott förvaltningsresultat kan förklaras av att det jämförts med resultatet på ett dåligt sammansatt benchmark. Jämförelser med riktmärkesportföljer ger med andra ord ett mått på det *relativa* resultatet. Målet för statskuldförvaltningen är emellertid att minimera de *absoluta* kostnaderna. Det faktum att Riksgälden genom sitt agerande kan påverka marknadsräntorna, och därmed upplåningskostnaderna, kan inte utvärderas gentemot ett riktmärke eftersom ränterörelserna även påverkar kostnaden för riktmärkesportföljen.

Icke desto mindre kan användningen av riktmärkesportföljer öka möjligheten för förvaltare att jämföra sig med varandra. Det bygger dock på att förvaltarna använder samma benchmarks, vilket förutsätter att det finns standardiserade riktmärkesportföljer som är relevanta för en större grupp förvaltare.

Marknadspraxis inom tillgångsförvaltning är att riktmärkesportföljer sätts samman utifrån den mängd värdepapper som finns på den marknad som förvaltaren verkar på. En vanlig utgångspunkt är att riktmärket ska spegla en portföljsammansättning som kan anses vara rimlig, eller rent av optimal, att hålla på lång sikt, men att det på kort sikt kan finnas skäl att avvika från det som är långsiktigt motiverat.⁸ Det senare brukar benämnas aktiv förvaltning. Genom att jämföra avkastningen på en aktivt förvaltd portfölj med

⁸ Enligt den så kallade Capital Asset Pricing Model, CAPM, är det optimalt att hålla den så kallade marknadsportföljen, det vill säga en portfölj bestående av alla handlade tillgångar. Tillgångarnas andelar i marknadsportföljen bestäms av deras marknadsvärden.

den på en (passiv) riktmärkesportfölj kan man utvärdera om förvaltaren skapar mervärde genom den aktiva förvaltningen.

Om det saknas motiv för att bedriva aktiv förvaltning förutsätts förvaltaren kunna replikera riktmärkesportföljen. Resultatet blir då noll per definition. Skulle det inte vara möjligt att replikera riktmärket uppstår mätproblem som i bästa fall gör utvärderingen svårtolkad och i värsta fall meningslös.

3.2 Förutsättningar för statens skuldförvaltning

Även om tillgångs- och skuldförvaltning har likheter har statens skuldförvaltning betydande särdrag. Det är därför inte självklart att utvärderingen av statsskuld-förvaltningen bör utföras enligt den praxis som etablerats inom tillgångsförvaltning. Som tidigare nämnts ger jämförelser med riktmärkesportföljer ett mått på det relativa resultatet medan statsskuld-förvaltningens mål är att minimera de absoluta kostnaderna.

För att en riktmärkesbaserad utvärdering ska vara meningsfull förutsätts således: (i) att riktmärkesportföljen speglar den sammansättning av statsskulden som minimerar kostnaden på lång sikt, (ii) att det vid varje tidpunkt är möjligt för Riksgälden att replikera denna riktmärkesportfölj, och (iii) att skillnaden kan tolkas som det mervärde Riksgälden skapar genom att låta statsskuldens faktiska sammansättning avvika från riktmärket.

Riktmärkesportföljens sammansättning

En riktmärkesportfölj ska bestå av de värdepapper som finns på den aktuella marknaden. En tillgångsförvaltare av svenska statspapper utvärderas gentemot en riktmärkesportfölj som består av den samlade svenska statsskulden.⁹ Att utvärdera Riksgäldens förvaltning av statsskulden på detta sätt försvåras av att Riksgäldens eget agerande utgör grunden för riktmärkesportföljens sammansättning. Ett ändamålsenligt riktmärke för Riksgälden måste således definieras på annat sätt, vilket oundvikligen blir förenat med ett visst mått av godtycke.

Inledningsvis konstaterades att statsskuldens kostnader i hög grad styrs av faktorer som ligger utanför Riksgäldens kontroll, exempelvis det allmänna ränteläget. Ett viktigt inslag i skuldförvaltningen är att på ett konsekvent och förutsägbart sätt förhålla sig till förändringar i dessa faktorer. Det betyder att även den skuldsammansättning som på lång sikt anses minimera statens kostnader kan komma att förändras över tiden. Riktmärkets sammansättning måste fånga detta. Här kan det vara svårt att separera sådana omvärlds-förändringar som påverkar statsskuldens kostnadsminimerande sammansättning på lång sikt (riktmärkesportföljen) från förändringar som föranleder Riksgälden att låta statsskuldens sammansättning avvika från riktmärket. Detta introducerar ytterligare ett visst mått av godtycke.¹⁰

⁹ Beroende på det uppdrag som tillgångsförvaltaren har kan utvärderingen även ske gentemot en delmängd av den samlade statsskulden, såsom ett statsobligationsindex eller statsskuldväxelindex.

¹⁰ Detta kan illustreras av erfarenheterna från det nederländska skuldkontoret. Kontoret förslög under flera år att statsskuldens löptid skulle vara längre än den för riktmärkesportföljen. Till en början förlängdes endast den faktiska

Kan riktmärkesportföljen replikeras?

För att utvärderingen ska vara meningsfull förutsätts Riksgälden kunna förvalta statsskulden så att riktmärkesportföljens sammansättning kan replikeras. Även den mest välmotiverade sammansättningen för en riktmärkesportfölj måste emellertid bygga på mer eller mindre grova förenklingar av de förutsättningar som den faktiska skuldförvaltningen arbetar under. Avvikelse kommer därför inte alltid att vara uttryck för aktiva val utan kan bero på slumpmässiga eller andra för Riksgälden svårpåverkade faktorer. Ett i tiden näraliggande exempel är att Riksgälden vid upprepade tillfällen tvingats revidera låneplaner och skuldsammansättning på grund av att statens skatteinkomster överstigit prognosen. Om en riktmärkesportfölj inte hade beaktat detta hade en utvärdering baserat på riktmärkesportföljer gett missvisande resultat.

Riksgälden bedömer att resultat av riktmärkesjämförelser även under gynnsamma omständigheter måste tolkas med försiktighet. En alltför strikt tolkning skulle kunna leda till att Riksgälden får incitament att lägga orimligt stora resurser på att detaljstyra statsskuldens sammansättning på ett sätt som är svårt att motivera utifrån det övergripande målet om kostnadsminimering med beaktande av risk. Därigenom skulle Riksgälden förlora en del av den flexibilitet som kan anses gagna statsskuldförvaltningen.

I beskrivningen av utredningsuppdraget påpekar regeringen att styrningen av statsskuldförvaltningen under flera år gjorts mer flexibel. Regeringen betonar att i det fall en riktmärkesbaserad utvärdering av statsskuldförvaltningen motverkar denna flexibilitet riskerar utvärderingen att bli kontraproduktiv.¹¹

För att minska risken för att en riktmärkesbaserad utvärdering minskar flexibiliteten skulle en riktmärkesportfölj kunna omges med avvikelsetervall inom vilka den faktiska skuldportföljen tillåts variera utan att det leder till någon resultatpåverkan. En sådan konstruktion skulle ha stora likheter med den riktlinjebaserade styrning av förvaltningen som tillämpas i dagsläget.

Hur ska resultatet tolkas?

Syftet med att införa en riktmärkesportfölj är att underlätta utvärderingen av Riksgäldens förmåga att skapa mervärde i statsskuldförvaltningen. Riksgälden har emellertid redan i dag ett väl fungerande ramverk för detta. All form av marknadspositionering som Riksgälden fattar beslut om sker i särskild ordning utanför den reguljära skuldförvaltningen enligt de bestämmelser som gäller för positionstagning. Resultatet för en position utvärderas gentemot alternativet att positionen inte togs vilket ger i ett enkelt och transparent mått på utfallet av Riksgäldens aktiva skuldförvaltning.

skuldens löptid, men när kontoret återkom med förslag om ytterligare förlängning slopades riktmärkesportföljen och ersattes med ett durationsmål.

¹¹ Den portugisiska statsskuldförvaltningen utvärderades länge mot en riktmärkesportfölj. Finanskrisen 2008/2009 medförde emellertid att kraven på flexibilitet inom skuldförvaltningen steg. Det ledde i sin tur till att utvärderingsmetoden inte längre ansågs vara ändamålsenlig. Den riktmärkesbaserade utvärderingen upphörde under 2008. Den har inte återinförts.

I detta sammanhang bör noteras att regeringen inte tillåter att Riksgälden bedriver aktiv förvaltning genom positionstagning på den svenska räntemarknaden. Beslutet motiveras av att Riksgälden, i kraft av sin dominerande ställning, ska agera förutsägbart och transparent. När det inte bedrivs aktiv förvaltning finns det heller ingen anledning att införa riktmarkesportföljer.

3.3 Överväganden och slutsats

Riksgälden anser att det saknas en rad förutsättningar för att införandet av en riktmarkesportfölj ska kunna underlätta utvärderingen av statsskuldsförvaltningen. För det första kommer riktmärkets sammansättning med nödvändighet att präglas av godtycke. För det andra kommer avvikelser från riktmärket att i hög grad bero på faktorer som ligger utanför Riksgäldens kontroll, varför det synliga resultatet blir svårtolkat. För det tredje riskerar fokuseringen på en riktmarkesportfölj att motverka flexibiliteten inom skuldförvaltningen. Slutligen finns redan ett väl fungerande ramverk för att utvärdera den aktiva skuldförvaltningen som äger rum genom positionstagning.

Därtill ska läggas att det arbete som Riksgälden lägger ned på marknads- och skuldvard, i syfte att sänka de absoluta lånekostnaderna, överhuvudtaget inte kan utvärderas med riktmarkesportföljer. Eftersom riktmärket gynnas av lägre räntor på samma sätt som den faktiska statsskulden kommer resultatet att vara noll. Av samma skäl skulle resultatet av en mindre framgångsrik upplåningsstrategi, med stigande räntor som följd, inte fångas av en utvärdering som baseras på riktmarkesportföljer.

ESV påpekade i sin granskning att vissa utländska skuldkontor, bl.a. i Finland, Nederländerna och Portugal, har konstruerat riktmarkesportföljer som används för att utvärdera statsskuldsförvaltningen i dessa länder. Gemensamt för dessa länder är att de har euro som nationell valuta och att deras respektive statsskulder i huvudsak är utgivna i euro. En viktig skillnad mellan dessa skuldkontor och Riksgälden är att euromarknaderna för räntederivat är betydligt större och mer likvida än de svenska, vilket gör det lättare för de utländska skuldkontoren att styra skuldens sammansättning. Trots det har två av dessa länder, Nederländerna och Portugal, upphört att använda riktmarkesportföljer för att utvärdera statsskuldsförvaltningen (se fotnot 8 och 9).

Även Riksgäldens tidigare erfarenheter talar för att nyttan av riktmarkesbaserad utvärdering är begränsad, samtidigt som den kräver betydande resurser. Fram till slutet av 1990-talet användes riktmarkesportföljer. De avvecklades dock i samband med att regeringen införde nuvarande ordning med årliga riktlinjer för att styra statsskuldens förvaltning. Därigenom fick Riksgälden större utrymme att anpassa upplåningen till rådande marknadsutveckling och lånebehov.

Av de skäl som anförts ovan bedömer Riksgälden att införandet av riktmarkesportföljer inte underlättar utvärderingen av statsskuldens förvaltning.