

Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 2015–2018



Sammanfattning	1
Förslag till riktlinjer 2015–2018	2
Statsskuldsförvaltningens mål	2
Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål	2
Riktlinjeprocessen	2
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	3
Statsskuldens löptid	3
Kostnad och risk	3
Marknads- och skuldvard	4
Positionstagande	4
Upplåning på privatmarknaden	4
Lån för att tillgodose behovet av statslån	4
Medelsförvaltning m.m.	5
Samråd och samverkan	5
Utvärdering	5
Motivering till föreslagna ändringar	6
1 Minskad valutaexponering	6
2 Nya beräkningsprinciper för andelar och löptider	9
3 Förtydligande om utvärdering	11
4 Ny riktlinje om låneberedskap	11

Sammanfattning

Riksgälden lämnar i denna rapport förslag till riktlinjer för 2015–2018. För åren 2016 till och med 2018 är förslagen preliminära. Målet är att skulden ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för penningpolitikens krav.

I och med årets riktlinjeförslag avslutar Riksgälden de senaste årens analys angående frågan om det finns skäl att ha valutaexponering i den strategiska portföljen. Riksgälden har inte funnit tillräckligt stöd för att det finns en förväntad kostnadsbesparing med valutaexponering samtidigt som variationen i kostnaden, och därmed risken, ökar. Slutsatsen är därför att det inte finns skäl att ha valutaexponering i den strategiska portföljen.

Riksgälden föreslår därför att inriktningen de kommande åren ska vara att gradvis avveckla valutaexponeringen i statsskulden. Som en konsekvens av detta föreslår Riksgälden en ändrad styrning av valutaskulden.

I stället för att styra valutaskulden genom att regeringen anger en andel föreslås att styrningen sker i termer av ett belopp i svenska kronor som valutaexponeringen ska minska med årligen. Riksgälden föreslår att valutaexponeringen de kommande åren minskas med högst 30 miljarder kronor per år.

Minskningstakten kan komma att ändras beroende på vilket beslut som fattas angående förslaget om att terminssäkra Riksbankens valutareserv hos Riksgälden. Det förslaget finns med i utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (SOU 2013:9) som publicerades i januari 2013.

Vidare föreslår Riksgälden nya principer för hur andelar och löptider beräknas. Förslaget är att ersätta det nuvarande löptidsmättet genomsnittlig räntebindningstid med mättet duration och att andelarna ska mätas med nominellt belopp i stället för som i dag med mättet statsskuldens summerade kassaflöden. Syftet med att byta beräkningsprinciper är att förenkla redovisningen och göra den mer transparent.

En konsekvens av de ändrade principerna är att Riksgälden föreslår nya riktvärden för löptiden och realandelen. Förslaget innebär dock ingen ändring i praktiken jämfört med nuvarande sammansättning och löptid.

Riksgälden föreslår också ett förtydligande av riktlinjerna som rör utvärderingen genom att lägga till att den ska ske över femårsperioder.

Slutligen föreslår Riksgälden att riktlinjerna kompletteras med en punkt som tydliggör att upplåningen ska bedrivas så att Riksgälden upprätthåller en god låneberedskap.

Förslag till riktlinjer 2015–2018

Riksgälden ger här förslag till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen under 2015–2018. För åren 2016 till och med 2018 avser förslaget preliminära riktlinjer. I de fall förslaget innebär ändringar i riktlinjerna anges den nuvarande lydelsen i vänster spalt och förslag till ny lydelse i den högra. I syfte att skapa en överblick över de beslut som styr statsskuldsförvaltningen har också relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) samt förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret tagits med.

Statsskuldsförvaltningens mål

1. Statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. 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 skudslagen, utnyttjandet av positionsmandatet, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvärd.

Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Nuvarande lydelse

11. Andelen real kronsskuld ska långsiktigt vara 25 procent av statsskulden.

12. Andelen valutaskuld ska vara 15 procent av statsskulden.

Styrintervall kring riktvärdet ska vara ± 2 procentenheter.

Om valutaandelen hamnar utanför styrintervall ska andelen valutaskuld återföras mot riktvärdet eller innanför intervallet om avvikelsen 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.

Föreslagen lydelse

11. Andelen real kronsskuld ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden.

Skuldslagens andelar av statsskulden ska beräknas med nominella belopp till aktuell valutakurs inklusive upplupen inflationskompensation.

12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska minska. Minskningen ska högst vara 30 miljarder kronor per år.

Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.

Statsskuldens löptid

Nuvarande lydelse

15. Den nominella kronsskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,7 och 3,2 år.

16. För instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall ska det långsiktiga riktvärdet för utestående volym vara 70 miljarder kronor.

Nuvarande lydelse

17. Den reala kronsskuldens löptid ska vara mellan 7 och 10 år.

18. Valutaskuldens löptid ska vara 0,125 år.

19. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15, 17 respektive 18.

Föreslagen lydelse

15. Den nominella kronsskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,3 och 2,8 år.

Föreslagen lydelse

17. Den reala kronsskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.

20. *Löptiden ska mätas som duration.*

Kostnad och risk

21. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.

22. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.

23. Det överordnade riskmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsränterisken.

24. Riksgälden ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden.

25. *Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbaserad och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.*

Nuvarande lydelse

24. *Skuldslagens andelar av statsskulden ska beräknas med ett mått som beaktar samtliga kassaflöden i*

Föreslagen lydelse

[Punkten utgår och flyttas till punkt 11.]

statsskulden, det vill säga även framtida kupongbetalningar och förväntad inflationskompensation.

25. Löptiden ska mätas med genomsnittlig räntebindningstid [Punkten utgår och flyttas till punkt 20.] där samtliga kassaflöden inklusive förväntad inflationskompensation ingår. Kassaflöden ska inte diskonteras.
26. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.
27. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

Marknads- och skuldvård

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

Positionstagande

30. 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 får bara tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen.
31. Positioner i utländsk valuta begränsas till 300 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 löpande förvaltningen.
32. Positioner i kronans valutakurs begränsas till maximalt 7,5 miljarder kronor. När positionerna byggs upp eller avvecklas ska det ske gradvis och annonseras i förväg.
Riksgälden ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen i samband med växlingar mellan kronor och andra valutor. Utrymmet ska vara av begränsad omfattning och positionerna behöver inte annonseras i förväg.

Upplåning på privatmarknaden

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 enligt 5 kap 1§ budgetlagen (2011:203) 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

Nuvarande lydelse

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.

Föreslagen lydelse

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.

Utvärderingen ska ske över femårsperioder.

43. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bland annat avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder 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. Positioner inom givet positionsmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

Motivering till föreslagna ändringar

I detta avsnitt ges bakgrunden till föreslagna ändringar i riktlinjerna. Riksgälden föreslår att valutaexponeringen i statsskulden gradvis ska minska. Riksgälden föreslår också nya principer för hur andelar och löptider ska beräknas. Vidare föreslås ett förtydligande när det gäller tidsperioden för utvärdering av statsskuldsvärdet. Slutligen föreslår Riksgälden en ny riktlinje som tydliggör att upplåningen ska bedrivas så att en god låneberedskap upprätthålls.

1 Minskad valutaexponering

I de två senaste riktlinjeförslagen har Riksgälden analyserat frågan om det finns skäl att ha valutaexponering i den strategiska portföljen ur kostnads- och risksynvinkel. I och med årets riktlinjeförslag avslutar Riksgälden den analysen.

Den samlade slutsatsen är att valutaexponering inte förväntas leda till systematiskt lägre risk eller minskad kostnad. Därför föreslår Riksgälden att inriktningen de kommande åren ska vara att gradvis avveckla valutaexponeringen i statsskulden. Som en konsekvens av detta föreslår Riksgälden en ändrad styrning av valutaskulden.

Slutsatsen gäller för skuldens *exponering* i utländsk valuta och inte *finansiering*. Förslaget om att minska valutaexponeringen påverkar med andra ord inte Riksgäldens möjlighet att låna i utländsk valuta.

Som Riksgälden har beskrivit i tidigare riktlinjeförslag är det viktigt att staten har effektiv åtkomst till den internationella kapitalmarknaden för att minska finansieringsrisken. Valutalån är det låneinstrument där staten har störst möjlighet att låna stora belopp på kort tid. Det resonemanget påverkas inte av analysen nedan som endast berör frågan om det finns skäl att ha valutaexponering i den strategiska portföljen.

Bakgrund

För två år sedan drog Riksgälden slutsatsen att det inte går att påvisa att en fast andel valutaexponering minskar risken i termer av kostnadsvariation i den strategiska portföljen.

Förra året fortsatte Riksgälden med analysen av valutaskulden och presenterade ett ramverk angående möjligheten att sänka den förväntade kostnaden med valutaexponering i den strategiska portföljen.

Riksgälden tog dock inte ställning till om det finns skäl att tro på en förväntad kostnadsbesparing med valutaexponering, och om den i så fall är tillräckligt stor i förhållande till den ökade risk som valutaexponering medför.

Riksgälden beskrev förra året att det osäkrade ränteparitetsvillkoret är en naturlig utgångspunkt för analysen av eventuella kostnads fördelar med valutaexponering.

Villkoret implicerar att om räntan är lägre i en viss valuta jämfört med räntan i kronor förväntas kronan depreciera motsvarande räntedifferensens storlek. Givet att förväntningarna i genomsnitt över tiden är korrekta följer att det i genomsnitt på lång sikt ska kosta lika mycket att låna i alla valutor (inklusive svenska kronor).

Det är förväntade långsiktiga systematiska avvikelser från det osäkrade ränteparitetsvillkoret som skulle kunna vara en grund för att ha valutaexponering i den strategiska portföljen ur kostnadssynvinkel.

Carry-strategi i den strategiska portföljen

I den ekonomiska litteraturen har empiriska studier visat att det osäkrade ränteparitetsvillkoret inte håller. Det har till och med visat sig att i genomsnitt har valutor med lägre räntor, som enligt teorin ska appreciera, tenderat att i stället depreciera.¹

Strategier som försöker utnyttja detta fenomen, så kallade carry-strategier, kan beskrivas som att pengar lånas i valutor med låg ränta och placeras i valutor med hög ränta. Typiskt sett utnyttjar carry-strategier ett stort urval av valutor. Strategierna är också dynamiska så att det varierar över tiden vilka valutor som ingår.

¹ Se exempelvis Froot & Thaler (1990) och Engels (1996).

Riksgälden beskrev förra året att en carry-strategi i den strategiska portföljen bör vara begränsad till svenska kronor som placeringsvaluta (högräntevaluta). Riksgälden bedömde att om det skulle finnas en förväntad kostnadsbesparing med en sådan mer begränsad strategi skulle den sannolikt vara lägre och risken högre än för den typen av carry-strategier som studerats i litteraturen.

I år har Riksgälden studerat detta empiriskt utifrån historiska data. Slutsatsen är att det är svårt att belägga att det finns förväntade kostnadsfördelar med valutaexponering som är tillräckligt tydliga och systematiska. Detta illustreras i diagram 1–3 nedan som visar den årliga kostnadsbesparingen 1993–2013 för en carry-strategi där exponering i kronor bytts mot exponering i tre olika valutor.

Diagram 1 Kostnadsbesparing för euro

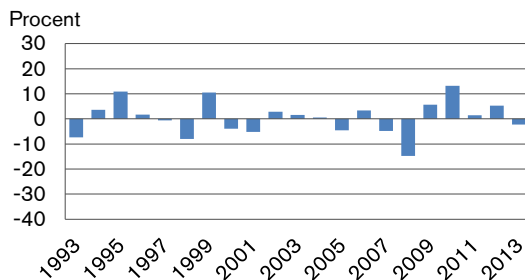


Diagram 2 Kostnadsbesparing för schweizerfranc

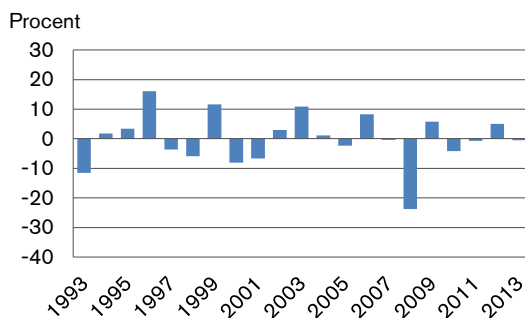
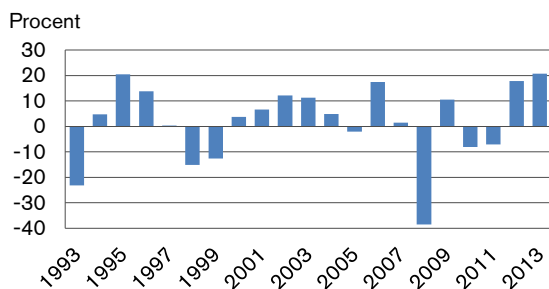


Diagram 3 Kostnadsbesparing för japanska yen



För hela tidsperioden var den genomsnittliga kostnadsbesparingen runt noll procent för

strategierna där kronexponering bytts mot exponering i euro och schweizerfranc. För strategin med exponering i japanska yen var den genomsnittliga kostnadsbesparingen knappt två procent.

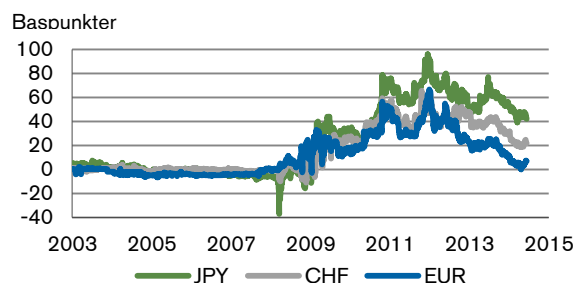
För alla tre strategierna gäller att det långsiktiga genomsnittet är starkt beroende av resultatet från enskilda år. Det beror på att variationen i den årliga kostnadsbesparingen är stor. Detta gäller i synnerhet för strategin med japanska yen där genomsnittet både kan vara negativt och positivt helt beroende på vilken tidsperiod som studeras.

Denna typ av osäkerhet gör att det är svårt att utifrån historiska data finna tillräckligt starka belägg för att det skulle finnas en långsiktig och systematisk förväntad kostnadsbesparing med valutaexponering.

Basswappspreadar

Ytterligare en faktor som bör nämnas, eftersom den påverkar kostnaden för att skapa valutaexponering, är den så kallade basswappspreaden. Den har historiskt legat runt noll men blev signifikant positiv för flera valutor under hösten 2008 som ett resultat av finanskrisen, se diagram 4 nedan.

Diagram 4 Basswappspreadar



En positiv basswappspread innebär en kostnadsfördel när Riksgälden utnyttjar basswappar för att skapa valutaexponering. Under de senaste åren har en normalisering skett och spreadarna sjunkit igen. Fenomenet påverkar därför inte bedömningen att det inte finns en förväntad kostnadsbesparing med valutaexponering.

Slutsatser

Riksgälden har inte funnit tillräckligt stöd för att det finns en förväntad kostnadsbesparing med valutaexponering. Slutsatsen av de senaste årens analys är därför att valutaexponeringen i statskulden gradvis bör avvecklas eftersom den inte förväntas leda till lägre risk eller minskad kostnad. Riksgälden föreslår därför att inriktningen för den

kommande fyraårsperioden, som detta riktlinjeförslag avser, ska vara att gradvis minska valutaexponeringen i statskulden.

Riksgälden har de senaste två åren valt att avvakta med förslag till förändringar av valutaandelen för att invänta beslut i frågan om terminssäkring av Riksbankens valutareserv hos Riksgälden. Det förslaget finns med i utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (SOU 2013:9) som publicerades i januari 2013. Blir förslaget verklighet skulle Riksgälden få valutatillgångar i form av terminsfordringar på Riksbanken, vilket kraftigt skulle minska valutaexponeringen i statskulden.

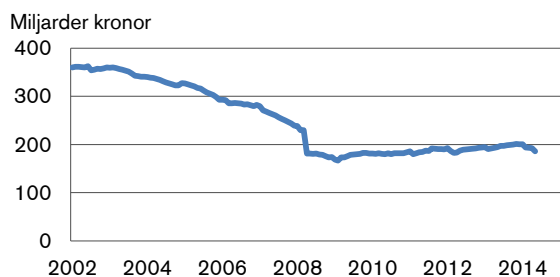
Vid årsskiftet var valutaskulden cirka 35 miljarder kronor större än den del av valutareserven som inte är lånefinansierad via Riksgälden. Det finns därför utrymme att inleda en minskning av valutaexponeringen i statskulden redan nu. När beslut sedan har fattats i frågan kommer det att påverka vilken förändringstakt som är lämplig framöver.

Minskningstakt av valutaexponeringen

En utgångspunkt för att finna en lämplig minskningstakt av valutaexponeringen är att utgå från den takt som ges av att låta nuvarande valutaexponering förfalla. Det ger ett belopp på cirka 20 miljarder kronor per år under den kommande fyraårsperioden.

Det är också en lämplig takt för att valutaskulden de närmaste åren inte ska bli avsevärt mindre än valutareservens storlek (den del som inte är lånefinansierad via Riksgälden). Skulle den bli betydligt mindre, och förslaget om terminssäkring av valutareserven realiserades, skulle valutaskulden behöva ökas igen och därmed leda till onödiga svängningar av valutaskuldens storlek.

Diagram 5 Valutaskuldens utveckling till ursprunglig valutakurs²



² Med detta mått värderas valutaskulden till den valutakurs som rådde vid ingåendet av varje transaktion.

Diagram 5 ovan visar hur valutaskuldens storlek utvecklats historiskt. En årlig minskning på 20 miljarder kronor är inte stor ur ett historiskt perspektiv. Beloppet ryms väl inom det styrintervall på ± 2 procentenheter som valutaandelen tillåts fluktuera inom i dag mätt med dagens andelsmått.

En årlig minskning på 20 miljarder kronor bedöms inte heller ha någon effekt på kronans valutakurs. Beloppet kan exempelvis jämföras med avvecklingen av kronpositionen 2010–2011 då cirka 50 miljarder kronor såldes utspritt på en tidsperiod mindre än ett år.

I praktiken skulle minskningen av valutaexponeringen ske genom att Riksgälden kontinuerligt gör valutaväxlingar från kronor till utländsk valuta. Genom att minskningen sprids ut över flera år minskar risken att växlingarna sker vid ett ogynnsamt tillfälle vad gäller kronans valutakurs.

Styrning av valutaskulden

I dag styrs valutaskulden i termer av en andel som ska vara 15 procent av statskulden. Styrningen har skett utifrån ett portföljperspektiv där kostnad och risk vägs mot varandra. Det finns dock nackdelar med andelsstyrning när inriktningen nu föreslås vara att minska valutaskuldens storlek.

Om minskningen skulle uttryckas som en mindre andel får det nämligen som konsekvens att statskuldens storlek får inverkan på hur stor minskningen faktisk blir. Om exempelvis statskulden skulle bli större skulle Riksgälden kunna behöva skapa syntetisk valutaexponering med derivat vilket vore kontraproduktivt.

Styrningen blir mer effektiv om den i stället uttrycks i termer av ett belopp i kronor som valutaexponeringen ska minska med årligen. Då ges en direkt kontroll av hur stor förändringen blir i absoluta termer. Det är samma modell för styrningen som under den period då valutaskulden amorterades för att nå andelen 15 procent.

Riksgälden föreslår därför att styrningen av valutaskulden övergår från en fast andel till att i stället uttryckas i termer av hur mycket valutaexponeringen ska minska årligen uttryckt i kronor.

En minskning med i storleksordningen 20 miljarder kronor motsvarar den minskning av valutaexponeringen som förfallande derivat skulle ge, det vill säga utan att Riksgälden vidtar aktiva åtgärder i större omfattning. En minskning i denna storleksordning bedöms inte heller ge någon effekt på valutakursen.

Ett beslut rörande förslaget om terminssäkring av Riksbankens valutareserv kan dock föra med sig att denna takt omprövas.

Styrningen syftar till att gradvis minska exponeringen i utländsk valuta. Om kronan försvagas kan exponeringen mätt till aktuell valutakurs öka trots att de underliggande stockarna i respektive valuta har minskat. Om minskningstakten skulle mätas i termer av aktuell valutakurs kan det tvinga fram transaktioner för att parera tillfälliga valutakursrörelser, vilket inte vore ändamålsenligt.

Riksgälden föreslår därför att exponeringen ska mätas på ett sätt så att förändringar i kronkursen exkluderas så långt som är praktiskt rimligt. Hur mätningen ska göras rent tekniskt definieras av Riksgälden. Ett tänkbart mått är valutaskulden till ursprunglig valutakurs som återges i diagram 5.

Förutom förändringar i kronkursen finns det andra mer tekniska skäl som gör att det i praktiken är svårt att styra valutaexponeringen med exakthet på kalenderårsbasis. Därför bör det ges utrymme för en viss flexibilitet i styrningen genom att i riktlinjen för valutaexponering ange hur mycket exponeringen högst får minska med per år. Riksgälden föreslår att detta tak sätts till 30 miljarder kronor. På så sätt skapas ett utrymme för att undvika transaktioner som enbart syftar till att finjustera exponeringen. I praktiken kommer Riksgälden att planera minskningen till i storleksordningen 20 miljarder kronor per år.

Riksgälden föreslår mot denna bakgrund att ändra punkt 12 i riktlinjerna till:

"Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska minska. Minskningen ska högst vara 30 miljarder kronor per år.

Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas."

2 Nya beräkningsprinciper för andelar och löptider

Riksgälden föreslår att ändra riktlinjerna för statsskuldens andelar och löptider enligt följande:

- *Andelen real kronskuld ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden.*
- *Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,3 och 2,8 år.*
- *Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.*

De nya riktvärdena är en konsekvens av att Riksgälden föreslår nya principer för hur löptider och andelar ska beräknas. Förslaget innebär ingen ändring i praktiken jämfört med nuvarande sammansättning och löptid. Syftet med att byta beräkningsprinciper är att förenkla redovisningen och göra den mer transparent.

För den nominella kronskulden föreslår Riksgälden även att justera löptiden till följd av minskad valutaexponering. Valutaskuldens löptid är 0,125 år vilket är betydligt kortare än i kronskulden. Om en del av valutaexponeringen flyttas över till kronor behöver kronskuldens löptid förkortas för att statsskuldens löptid ska behållas på samma nivå totalt sett.

Bakgrund

Löptider anges i dag i termer av genomsnittlig räntebindningstid (GRT). GRT beräknas som genomsnittet av tiden till varje kassaflöde viktat med kassaflödets storlek, utan nuvärdesdiskontering. Måttet infördes i riktlinjerna för 2006 och ersatte löptidsmättet duration.

Anledningen till att Riksgälden övergav duration är att måttet påverkas av marknadsräntorna vilket försvårade styrningen. Eftersom löptiden då styrdes mot ett exakt punktvärde fanns inte den flexibilitet som nuvarande riktlinjer erbjuder i form av ett löptidsintervall.

För att vikta ihop löptid för olika instrument och för att beräkna andelar infördes ett mått baserat på kassaflöden utan diskontering enligt samma princip som för löptiden. Måttet kallas statsskuldens summerade kassaflöden (SSK). SSK är

summan av alla kända kassaflöden som skulden ger upphov till, utan nuvärdesdiskontering.³

Erfarenheten har visat att måtten GRT och SSK har vissa nackdelar, framför allt när det gäller transparens. Måtten är unika för Riksgälden och relativt komplicerade vilket gör det svårt att få en intuitiv känsla för hur andelar och löptider utvecklas. För att beräkna andelarna enligt nuvarande styrmått behövs detaljerad information om alla instrument som ingår i statsskulden. Det är därför i praktiken omöjligt för en utomstående att exempelvis analysera hur andelarna påverkas av en viss strategi.

En annan nackdel är att skuldslag med lång löptid får oproportionerligt stor andel eftersom alla framtida betalningar summeras utan diskontering. En statsskuldsväxel som har kort löptid får därför betydligt mindre vikt än en lång obligation med samma nominella belopp.

Mot den bakgrunden föreslår Riksgälden att ersätta GRT med måttet duration och SSK med nominellt belopp.

Duration som löptidsmått

Riksgälden föreslår att det som tidigare var punkt 25 i riktlinjerna flyttas till avsnittet om Statsskuldens löptid och blir punkt 20 i de nya riktlinjerna⁴. Lydelsen föreslås vara:

"Löptiden ska mätas som duration."

Duration är ett vedertaget mått där den genomsnittliga löptiden beräknas med nuvärdesdiskontering. En nackdel med duration är som nämnts ovan att måttet påverkas av rörelser i marknadsräntan. Om räntorna stiger blir durationen i skulden kortare och vice versa.

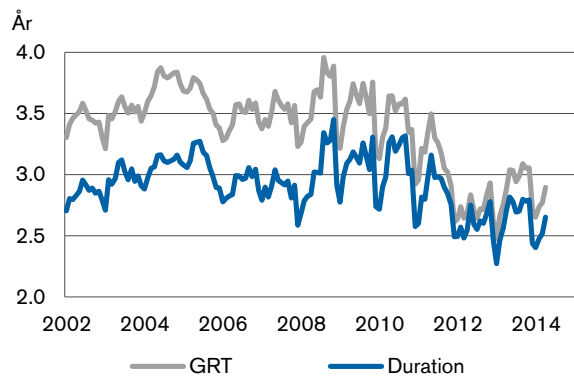
Riksgälden bedömer att variationen inte är större än att den kan hanteras med ett styrintervall av samma storlek som i gällande riktlinjer. Skulle räntorna stiga eller falla kraftigt under en längre period kan Riksgälden föreslå regeringen att justera intervallet i kommande riktlinjeförslag. Det är också värt att notera att ränteeffekten på

³ Kassaflöden i realskulden räknas upp med en inflationstakt på 2 procent eftersom den framtida inflationsutvecklingen är okänd. För valutaskulden antas valutakursen vara oförändrad från dagens nivå.

⁴ Notera att till följd av de nya punkterna 20 och 25, och att de gamla punkterna 24 och 25 utgår, blir det jämfört med tidigare en förskjutning av numreringen från och med punkt 21.

löptiden är liten jämfört med de variationer som uppstår till följd av säsongsmässiga förändringar i statsskuldens storlek, se diagram 6.

Diagram 6 Löptiden i nominell kronskuld för löptider kortare än 12 år

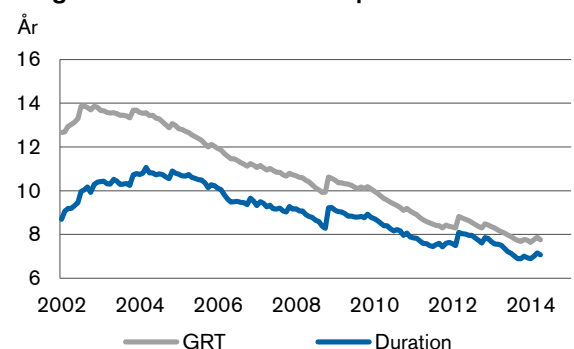


I dagsläget är skillnaden mellan löptidsmåtten ungefär 0,25 år. Till detta kommer effekten av att valutaexponering med rörlig ränta flyttas till rörlig ränteeponering i kronor. Enligt Riksgäldens förslag ska valutaexponeringen minska med 20 miljarder kronor under 2015. Det motsvarar en förkortning av den nominella kronskuldens löptid med 0,1 år.

Av de tekniska skäl som beskrivits ovan behöver riktvärdet för den nominella kronskuldens löptid justeras ned med cirka 0,35 år för att statsskulden ska behålla samma löptid som i dag. Riksgälden föreslår därför att styrintervallet ändras till 2,3–2,8 år.

För realskulden är skillnaden mellan måtten större, för närvarande knappt ett år. Orsaken är att realskulden har lång löptid och därmed påverkas mer av att kassaflödena diskonteras. Riksgälden föreslår att styrintervallet ändras från nuvarande 7–10 år till 6–9 år.

Diagram 7 Realskuldens löptid



Valutaskuldens löptid är så kort att skillnaden mellan måtten är försumbar. Därför föreslås ingen ändring av riktvärdet för löptiden i valutaskulden.

Nominellt belopp för att beräkna andelar

Riksgälden föreslår att det som tidigare var punkt 24 i riktlinjerna flyttas till punkt 11 under avsnittet Statsskuldens sammansättning – skuldandelar. Ny lydelse föreslås vara:

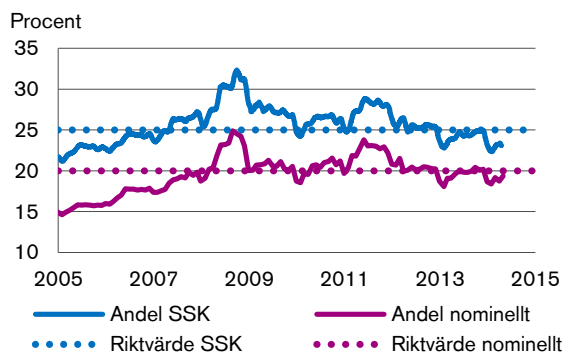
"Skuldslagens andelar av statsskulden ska beräknas med nominella belopp till aktuell valutakurs inklusive upplupen inflationskompensation."

All annan redovisning av statsskulden görs i nominella belopp. Även planerad upplåning i olika skuldslag kommuniceras i termer av nominella belopp. Att uttrycka andelarna valutaskuld och realskuld som nominella belopp innebär ökad transparens och gör redovisningen mer enhetlig. Som en positiv bieffekt blir även systemhantering och rapportering enklare.

När det gäller valutaskulden föreslår Riksgälden att ändra styrningen från en andel till ett riktvärde för hur exponeringen ska minska, se avsnitt 1 om valutaexponering ovan. Därmed behövs inte längre något riktvärde för valutaskuldens andel. För realskuldens andel föreslås ett nytt riktvärde på 20 procent av skulden uttryckt som nominellt belopp.⁵ Nivån motsvarar nuvarande riktvärde i SSK-termer.

Diagram 8 nedan visar hur realskuldens andel utvecklats historiskt enligt det nuvarande och det föreslagna måttet.

Diagram 8 Realskuldens andel



⁵ Nominellt belopp för realskulden anges inklusive upplupen inflationskompensation. För valutaskulden avses nominellt belopp till aktuell valutakurs. I den månatliga redovisningen av statsskulden benämns detta mått "D. Statens skuld inklusive vidareutlåning och penningmarknadstillgångar".

3 Förtydligande om utvärdering

Av tidigare motivtexter till regeringens beslut om riktlinjerna framgår att utvärderingen av statsskuldens förvaltning ska göras över en femårsperiod. Riksgälden ser ett värde i att detta även framgår av riktlinjerna. Riksgälden föreslår därför ett förtydligande som rör utvärdering genom ett tillägg i punkt 42 i riktlinjerna:

"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.

Utvärderingen ska ske över femårsperioder."

4 Ny riktlinje om låneberedskap

Som nämnts tidigare innebär inte minskningen av skuldens valutaexponering att möjligheten till att låna i utländsk valuta begränsas. I de senaste riktlinjeförslagen har Riksgälden beskrivit vikten av att säkerställa att staten har effektiv åtkomst till den internationella kapitalmarknaden. På så sätt minskar finansieringsrisken eftersom valutalån är det låneinstrument där staten har störst möjlighet att låna stora belopp på kort tid.

För att tydliggöra att Riksgälden ska se till att denna låneberedskap finns föreslås att riktlinjerna kompletteras med följande punkt under rubriken Kostnad och risk:

"Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbass och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap."



Besöksadress: Jakobsbergsgatan 13 • Postadress: SE-103 74 Stockholm • Telefon: 08 613 45 00
Fax: 08 21 21 63 • E-post: riksgalden@riksgalden.se • Internet: www.riksgalden.se