

# Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 2017–2020



# Statsskuldens förvaltning

---

*I denna rapport lämnar Riksgälden förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning för 2017–2020. För åren 2018 till och med 2020 är förslagen preliminära. I rapporten redovisas också den analys av upplåningen i premieobligationer och positionsverksamheten som regeringen gett Riksgälden i uppdrag att genomföra.*

<b>Sammanfattning</b>	<b>1</b>
<b>Förslag till riktlinjer 2017–2020</b>	<b>2</b>
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	3
Positionstagande	4
Upplåning på privatmarknaden	4
Lån för att tillgodose behovet av statslån	4
Medelsförvaltning m.m.	5
Samråd och samverkan	5
Utvärdering	5
<b>Motivering till Riksgäldens förslag</b>	<b>6</b>
1. Förlängd löptid på statsskulden	6
2. Premieobligationernas bidrag till det statsskuldspolitiska målet	8
3. Aktiv skuldförvaltning genom positionstagning	11
4. Andelen real kronskuld	14
5. Lån för att tillgodose behovet av statslån	16

# Sammanfattning

---

*Riksgälden föreslår att löptiden för den nominella kronskulden förlängs. Vidare föreslås att upplåningen i premieobligationer ska fortsätta trots att den på kort sikt gör statens upplåning dyrare. Den aktiva positionsstagningen inom skuldförvaltningen bör fortsätta och möjligheten att ta positioner i kronans växelkurs föreslås bli utökad. Målet för den reala kronskuldens storlek bör även i fortsättningen formuleras som en andel av den totala statsskulden. Avslutningsvis föreslås en redaktionell ändring av riktlinjerna till följd av en lagändring.*

## **Förlängd löptid på statsskulden**

Inför årets riktlinjeförslag har Riksgälden åter analyserat betydelsen av statsskuldens löptid. Liksom i föregående års riktlinjeförslag anser Riksgälden att kostnadsfördelen av att låna kortfristigt har minskat. Riksgälden föreslår därför att löptiden på den nominella kronskulden förlängs med 0,3 år. Liksom föregående år föreslås att förlängningen sker genom att minska användningen av ränteswappar. Det leder till att kostnaden för kronskulden kommer att variera mindre. För de andra skuldslagen föreslås inga ändringar.

## **Fortsatt upplåning i premieobligationer**

Till följd av det låga ränteläget kan upplåningen i premieobligationer för närvarande inte bidra till att sänka kostnaden för statsskulden.

Riksgälden bedömer dock att upplåningen i premieobligationer kan minska kostnaderna för statsskulden på sikt. Riksgälden bör därför fortsätta att sälja premieobligationer även om det inte bidrar till kostnadsbesparingar på kort sikt. För att det ska vara möjligt, måste det långsiktiga perspektivet tydliggöras i riktlinjerna.

## **Positioner bidrar till minskad kostnad på sikt**

Positionsverksamheten har sedan starten 1992 bidragit till att den genomsnittliga kostnaden för statsskulden minskat med 1,2 miljarder kronor om året. Under den senaste femårsperioden har dock positionstagningen resulterat i att kostnaderna blivit högre.

Riksgälden har analyserat förutsättningarna för att verksamheten i framtiden ska kunna bidra till att kostnaderna blir lägre. Slutsatsen är att förutsättningarna är goda eftersom Riksgälden kan agera långsiktigt när andra marknadsaktörer tvingas till kortsiktigt motiverade handlingar.

Riksgälden har också identifierat 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. Riksgälden föreslår därför att positionsbegreppet utvidgas och att möjligheten att ta positioner i kronans växelkurs utökas.

## **Andelsmålet för den reala skulden bör kvarstå**

Enligt riktlinjerna ska andelen real kronskuld vara 20 procent av statsskulden på lång sikt. I juni 2016 var andelen 18,4 procent och enligt Riksgäldens prognos kommer andelen att ligga något under målnivån fram till slutet av 2017.

Av flera skäl är det svårt att styra andelen realskuld på kort sikt. Riksgälden har därför analyserat om det skulle vara bättre att styra realskuldens storlek i termer av belopp istället för andel. Slutsatsen är att fördelarna med nuvarande styrmodell ändå överväger.

Riksgälden föreslås således fortsätta att sikta på det långsiktiga andelsmålet och redovisa skälen för eventuella avvikelser i samband med den årliga utvärderingen av statsskuld förvaltningen.

## **Oförändrade regler för att tillgodose marknadens behov av statpapper**

Riksgälden har rätt att ta upp lån för att tillgodose behovet av statpapper om den finansiella marknadens funktion är hotad.

I de nuvarande riktlinjerna refereras till principer som anges i lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut. Denna lag upphävdes 1 februari 2016 och principerna återfinns numera i lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Riksgälden föreslår därför att riktlinjerna fortsättningsvis refererar till den nya lagen.

# Förslag till riktlinjer 2017–2020

---

*Riksgälden ger här förslag till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen under 2017–2020. För åren 2018 till och med 2020 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 utnyttjandet av positionsmandatet, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard.

### Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

11. Andelen real kronskuld 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.
13. Riksgälden ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.
14. Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor.

### Statsskuldens löptid

#### Nuvarande lydelse

#### Föreslagen lydelse

- |   |  |
|---|--|
| 15. Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,6 och 3,6 år.                              | 15. Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,9 och 3,9 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. |  |
| 17. Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.   |  |
| 18. Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.   |  |
| 19. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15, 17 respektive 18.  |  |
| 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 investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.
26. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.
27. Vid positionstagnation ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

### Marknads- och skuldvard

28. Riksgälden ska genom marknads- och skuldvard 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 skuldvard.

### 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.

#### Nuvarande lydelse

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

#### Föreslagen 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.

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.

#### Nuvarande lydelse

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.

#### Föreslagen lydelse

32. Positioner i kronans valutakurs begränsas till maximalt *20 miljarder kronor*. När positionerna byggs upp eller avvecklas ska det ske gradvis och annonseras i förväg.

### Upplåning på privatmarknaden

#### Nuvarande lydelse

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

#### Föreslagen lydelse

33. Riksgälden ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att *långsiktigt* 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.

#### Nuvarande lydelse

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.

#### Föreslagen lydelse

35. Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i *lagen (2015:1017) om förebyggande 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 budgetlagen (2011:203).

#### **Utvärdering**

42. Utvärdering av förvaltningen av statsskulden ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått.  
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 Riksgäldens förslag

*I detta avsnitt ges bakgrunden och motiven till Riksgäldens förslag till riktlinjer. Riksgälden föreslår att löptiden för den nominella kronskulden förlängs. För övriga skuldslag föreslås inga ändringar. Vidare diskuteras förutsättningarna för att premieobligationerna och den aktiva skuldförvaltningen i framtiden ska kunna bidra till det statsskuldspolitiska målet. Även den reala kronskuldens storlek diskuteras. Avslutningsvis föreslås en redaktionell ändring av riktlinjerna till följd av en lagändring.*

## 1. Förlängd löptid på statsskulden

Riksgälden har inför riktlinjeförslaget för 2017 åter analyserat hur statsskuldens löptid påverkar dess kostnad. Analysen bekräftar de slutsatser som Riksgälden redovisade i riktlinjeförslaget för 2016.

Riksgälden anser att kostnadsfördelen av att låna kortfristigt för närvarande är mindre än tidigare och föreslår att statsskuldens löptid förlängs även under 2017. Liksom föregående år föreslås att skuldens löptid förlängs genom att minska användningen av ränteswappar.

### 1.1. Bakgrund

Det överordnade målet för statens skuldförvaltning är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risk. Skuldens kostnad och risk beror på hur den är sammansatt och det är Riksgäldens uppgift att föreslå lämpliga andelar och löptider för de skuldslag som ingår i statsskulden.

Riksgäldens analys bakom valet av löptid utgick under många år från att det fanns positiva löptidspremier. Att löptidspremier är positiva innebär att långa räntor vanligtvis är högre än korta, vilket historiskt har varit fallet. Tidigare har det således varit billigare att låna med kort löptid än med lång, vilket är anledningen till att Riksgälden har använt ränteswappar för att förkorta löptiden på skulden.

I riktlinjeförslaget för 2016 visade Riksgälden att fördelen av att låna kortfristigt hade minskat. Riksgälden bedömde att avvägningen mellan den besparing och den högre risk som kortfristig upplåning innebär borde justeras och förordade att skuldens löptid skulle förlängas. Samtidigt betonades att förlängningen måste ske i små steg. För 2016 föreslogs att löptidsintervallet för den nominella kronskulden skulle breddas från 2,6–3,1 till 2,6–3,6 år och att riktvärdet för valutaskuldens löptid på 0,125 år skulle ersättas

med ett intervall på 0–1 år. Regeringen beslutade enligt Riksgäldens förslag.

### 1.2. Avkastningskurvan och löptidspremier<sup>1</sup>

Avkastningskurvan beskriver räntornas löptidsstruktur. Kurvan kan se ut på många sätt och dess utseende varierar över tiden. Enligt förväntningshypotesen lutar kurvan uppåt när marknadsaktörerna förväntar sig stigande räntor och vice versa. Men kurvans utseende beror också på att investerare och låntagare kan ha olika löptidspreferenser.

Å ena sidan kräver investerare normalt högre avkastning för att binda sina pengar under lång tid eftersom osäkerheten om framtiden blir större ju längre fram man blickar. En historiskt viktig osäkerhetsfaktor har varit den framtida inflationen. Vissa låntagare är å andra sidan villiga att betala högre ränta för att säkra sin långfristiga finansiering. Om investerare i allmänhet är mer kortsiktiga än låntagare kan avkastningskurvan luta uppåt även om marknadsaktörerna tror på fallande räntor. Med andra ord kommer löptidspremien då att vara positiv.

Dagens marknadsräntor beror således både på förväntningar om framtida räntor och på löptidspremier. Men varken förväntningar eller premier är direkt observerbara och därför svåra att mäta. Den akademiska litteraturen om löptidspremier är omfattande och de räntemodeller som används för att mäta premier är numera avancerade. Trots det är det svårt att skatta storleken på löptidspremier med precision.

Riksgälden använder en räntemodell som utvecklats vid Federal Reserve Bank of New York.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Se Riksgäldens förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016–2019 för en mer utförlig diskussion om avkastningskurvan och löptidspremier.



Modellen estimeras med 1–10 åriga swappräntor från perioden 1995–2016. Valet av swappräntor motiveras av att Riksgälden styr statsskuldens löptid genom att använda ränteswappar.<sup>3</sup>

**Diagram 1 Svensk tioårig swappränta och löptidspremie**

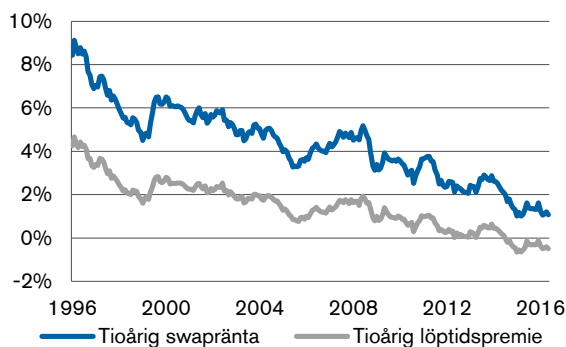


Diagram 1 visar den svenska tioåriga swappräntan och dess löptidspremie. Under 1990-talets senare hälft föll svenska räntor till följd av att inflationen blev lägre. I takt med att inflationsmålet vann trovärdighet minskade även osäkerheten om den framtida inflationen, vilket i sin tur bidrog till att löptidspremierna föll.

Under senare år har Riksbankens expansiva penningpolitik, som bland annat innefattat köp av statsobligationer, sannolikt också bidragit till att löptidspremierna fallit. Även nya regleringar kan ha spelat en roll. Försäkringsbolag måste i högre grad än tidigare matcha sina långa åtaganden genom att investera i tillgångar med lång löptid, vilket kan ha minskat löptidspremierna.

Löptidspremierna har troligtvis också påverkats av att vissa låntagare förändrat sitt beteende. För tjugo år sedan var bostadslån med rörlig ränta ovanliga medan de i dagsläget svarar för mer än 75 procent av nyutlåningen. När låntagarna efterfrågar mer kortfristiga lån är det naturligt att löptidspremierna blir lägre. Framtida krav på bankernas långfristiga finansiering kan komma att öka löptidspremierna framöver.

### 1.3. Slutsats

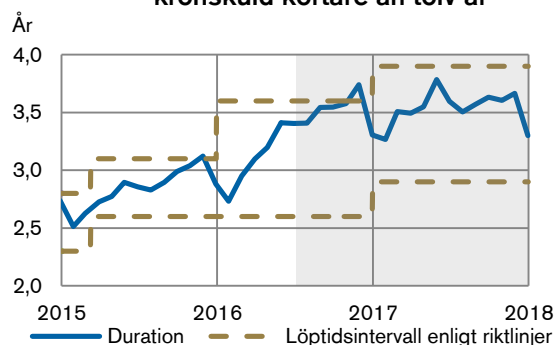
Löptidspremier har fallit över tiden och förefaller nu vara nära noll. Även om det inte kan uteslutas att premierna stiger under kommande år bedömer Riksgälden att skälen för att låna kortfristigt har försvagats och att statsskuldens löptid bör förlängas.

Riksgälden föreslår att löptiden på den nominella kronskulden förlängs med 0,3 år. En alltför kraftig förlängning av löptiden skulle kunna medföra att utbuds- och efterfrågebalansen på marknaden rubbades på ett sätt som får långa räntor att stiga.

Förlängningen av den nominella kronskulden kan genomföras utan att ändra planerna för själva upplåningen. Eftersom Riksgälden använder ränteswappar för att förkorta skuldens löptid är det naturligt att löptiden förlängs genom att minska användningen av sådana swappar.

Om Riksgälden helt avstår från att ingå nya ränteswappar under 2017 kommer den nominella kronskuldens löptid, mätt som duration, att utvecklas som i diagram 2.<sup>4</sup> Förlängningen av löptiden kan således genomföras inom ramen för nu gällande låneplan.

**Diagram 2 Prognos för durationen i nominell kronskuld kortare än tolv år**



För den reala kronskulden föreslår Riksgälden inga ändringar av skuldens löptid. Här är det heller inte möjligt att styra löptiden med hjälp av ränteswappar utan löptiden bestäms uteslutande av de reala obligationer som Riksgälden emitterar.

Inte heller för valutaskulden föreslås någon förlängning av löptiden. Regeringen har beslutat att valutaexponeringen ska minska och Riksgälden amorterar för närvarande på valutaskulden. Att då

<sup>2</sup> Tobias Adrian, Richard K. Crump and Emanuel Moench, "Pricing the Term Structure with Linear Regressions", *Journal of Financial Economics* 110 (1), October 2013, pp 110-138.

<sup>3</sup> Modellen har även estimerats med statspappersräntor med kvalitativt oförändrat resultat. De tidsserier för statspappersräntor som Riksgälden har tillgång till är dock kortare än motsvarande serier för swappräntor.

<sup>4</sup> Framskrivningen av durationen baseras på den låneplan som redovisas i "Statsupplåning – Prognos och analys, 2016:2"

förlänga skuldens löptid är inte ändamålsenligt eftersom det skulle försvåra, eller till och med fördröja, minskningen av statsskuldens valuta-exponering.

Riktlinjerna för 2017 (punkterna 15, 17 och 18) föreslås således få följande lydelse:

- Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,9 och 3,9 år.
- Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.
- Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.

Framtiden får utvisa om ytterligare förlängningar av skuldens löptid kan motiveras utöver den som föreslås här.

## 2. Premieobligationernas bidrag till det statsskuldspolitiska målet

Regeringen har givit Riksgälden i uppdrag att analysera om upplåning i premieobligationer i framtiden bedöms kunna bidra till det statsskuldspolitiska målet. Uppdraget har avrapporterats i en särskild skrivesle till regeringen.<sup>5</sup>

### 2.1. Bakgrund

Premieobligationer är i dag det enda upplåningsinstrument som Riksgälden erbjuder investerare på privatmarknaden. Premieobligationer är en sparform med vinstchans. I stället för att alla innehavare får ränta på obligationerna läggs avkastningen i en gemensam pott som lottas ut.

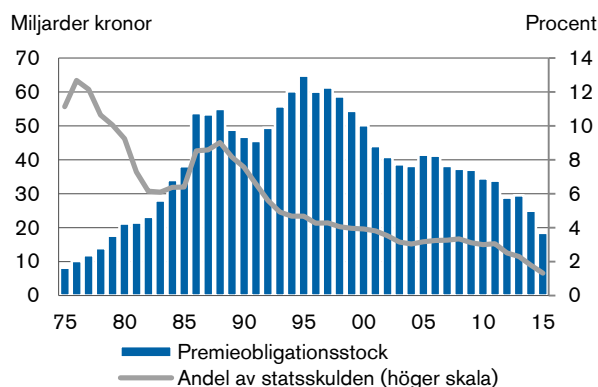
Riksgälden har emitterat Premieobligationer sedan 1918. Premieobligationerna introducerades för att nå nya sparare och åstadkomma nysparande i Sverige efter första världskriget, då den utländska lånemarknaden var kraftigt begränsad. Premieobligationerna blev snabbt populära och de bidrar ännu i dag till att öka allmänhetens kännedom om och förtroende för Riksgälden.

<sup>5</sup> Riksgäldens promemoria "Avrapportering av regeringsuppdraget att analysera om upplåning i premieobligationer i framtiden bedöms kunna bidra till det statsskuldspolitiska målet".

Under vissa perioder har statens upplåning från hushållen utgjort en betydande del av den totala statsskuden. Under delar av 1970- och 80-talen var cirka 20 procent av statsskuden upplånad på privatmarknaden, varav ungefär hälften i premieobligationer. När de finansiella marknaderna förändrats har Riksgälden ändrat sitt sätt att låna pengar både på institutionsmarknaden och på privatmarknaden. I takt med att nya marknadsanpassade skuldinstrument för den institutionella marknaden har utvecklats har privatmarknadsupplåningen minskat i betydelse.

Den utestående volymen premieobligationer har fallit under lång tid (se diagram 3). Vid utgången av 2015 uppgick den till 18,5 miljarder kronor, vilket då utgjorde 1,3 procent av den totala statsskuden. I juni 2016 var motsvarande siffror 15,4 miljarder kronor och 1,1 procent.

Diagram 3 Premieobligationer 1975–2015



### 2.2. Resultat för premieobligationerna

Riksgälden ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att minska kostnaderna för statsskuden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. För premieobligationerna innebär det att utlottningsprocenten måste understiga räntan på en statsobligation med samma löptid. Räntemarginalen räknas om till kronor genom att multiplicera marginalen med den utestående stocken i respektive lån. I resultatberäkningen inkluderas sedan de kostnader som Riksgälden har för distribution och hantering av instrumentet, till exempel personalkostnader, provisionskostnader till återförsäljare och marknadsföringskostnader. Resultatet för ett enskilt lån periodiseras sedan över hela lånets löptid vilket innebär att det samlade årsresultatet för premieobligationerna innehåller en liten del av resultatet för varje utestående premielån.

Till följd av det låga ränteläget har de premieobligationer som emitterats under 2015 och 2016 genererat förluster. Utlovningsprocenten i de tre senaste premieobligationslånen har varit 0,1 procent och löptiden har varit cirka två år. Den ränta Riksgälden kunnat få på tvååriga lån på institutionsmarknaden har dock varit negativ.

Besluten att ge ut premieobligationerna trots förlusterna togs för att värna låneformen och främja försäljningen på sikt. Att återintroducera en nedlagd verksamhet och nå önskade volymer bedömdes bli mycket kostsamt. För att hålla nere kostnaderna, och därmed minimera förlusterna, har marknadsföringsinsatserna i samband med emissionerna varit mycket begränsade.

Till följd av minskade volymer och lägre ränta har det årliga resultatet för premieobligationerna fallit successivt under de senaste åren. Trots att de premieobligationer som gavs ut under 2015 emitterades med förlust var resultatet för premieobligationerna som helhet ändå positivt för 2015 (se Tabell 1). Det beror på att ett antal premieobligationer som tidigare emitterats med vinst ännu inte förfallit.

**Tabell 1 Resultat för premieobligationerna 2011-2015**

Miljoner kronor	2011	2012	2013	2014	2015
Intäkter	189	176	150	135	84
Kostnader	58	51	70	64	50
<b>Resultat</b>	<b>130</b>	<b>126</b>	<b>81</b>	<b>71</b>	<b>33</b>
<b>Genomsnittligt resultat över 5 år</b>	<b>145</b>	<b>141</b>	<b>136</b>	<b>116</b>	<b>88</b>

Utvärderingen av skuldförvaltningen sker i ett längre perspektiv varför regeringen har fastställt att utvärderingshorisonten ska vara fem år. I takt med att det årliga resultatet för premieobligationerna har minskat har även det genomsnittliga resultatet över fem år fallit för att 2015 uppgå till 88 miljoner kronor. Mätt över fem år bidrar således premieobligationerna fortfarande till att minska kostnaderna för statsskulden varför målet för privatmarknadsupplåningen, som det formuleras i regeringens riktlinjer, har uppnåtts.

### 2.3. Scenarier för premieobligationernas framtida resultat

Premieobligationernas möjligheter att i framtiden bidra till det statsskuldspolitiska målet analyseras mot bakgrund av fem scenarier för premieobligationernas framtida resultat. Resultatutvecklingen beror framför allt på hur räntan

utvecklas och hur stora volymer som emitteras. Scenarierna bygger på tre olika antaganden om ränteutvecklingen i ekonomin: 1) Konjunkturinstitutets prognos för ränteutvecklingen som utgår från att reporäntan uppgår till 4,00 procent 2025,<sup>6</sup> 2) ett scenario där ränteuppgången blir långsammare och reporäntan uppgår till 2,25 procent 2025, och 3) ett scenario där reporäntan är fortsatt negativ de kommande fem åren för att därefter långsamt stiga.<sup>7</sup> Ränteprognoser är förknippade med osäkerhet. En central fråga i dag är till exempel hur länge det nuvarande mycket låga ränteläget kommer att bestå. På lång sikt råder även stor osäkerhet om jämviktsnivån för reporäntan. En lägre räntenivå ger upphov till lägre resultat för premieobligationerna och scenario 2 och 3 belyser därför riskerna av en långsammare ränteuppgång jämfört med Konjunkturinstitutets prognos. Ränteantagandena ska inte betraktas som prognoser utan endast illustrera hur känsligt premieobligationernas resultat är för variationer i räntan.

Utöver ränteantagandena görs två antaganden om hur stora volymer premieobligationer som emitteras: 1) större emissionsvolymer än i de tre senaste emissionerna, och 2) lika stora emissionsvolymer som i de tre senaste emissionerna.<sup>8</sup> Antagandena om ränta och emissionsvolymer resulterar i fem scenarier för den framtida resultatutvecklingen för premieobligationerna.<sup>9</sup>

I samtliga scenarier kommer premieobligationerna att gå med förlust under de närmaste åren. Såväl resultatet för enskilda lån, det årliga resultatet för premieobligationerna som det genomsnittliga resultatet över rullande femårsperioder kommer att vara negativt (se diagram 4).<sup>10</sup> Högre ränta och större emissionsvolymer begränsar förlusten. När räntorna börjar stiga kommer resultatet åter

<sup>6</sup> Prognosen publicerades den 22 juni 2016.

<sup>7</sup> Den ränteutveckling som i augusti 2016 impliceras av prissättningen på räntemarknaden ligger mellan scenario 2 och 3.

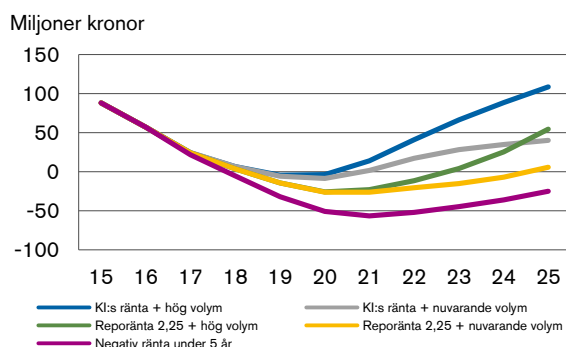
<sup>8</sup> Detaljerad information om hur scenarierna för premieobligationernas resultat har konstruerats finns i Riksgäldens promemoria "Avrapportering av regeringens uppdraget att analysera om upplåning i premieobligationer i framtiden bedöms kunna bidra till det statsskuldspolitiska målet". I promemorian finns förutom information om räntor och volymer också information om andra antaganden som gjorts i beräkningarna, till exempel om vinstmarginaler och övriga kostnader. Dessutom finns tabeller och diagram över hur premieobligationernas resultat utvecklas i scenarierna.

<sup>9</sup> I det fall där reporäntan antas vara fortsatt negativ de kommande fem åren antas att emissionsvolymer är lika stora som i de tre senaste emissionerna.

<sup>10</sup> I regeringens utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning används det ackumulerade resultatet över rullande femårsperioder som utvärderingsvariabel. För att underlätta jämförbarheten mellan olika tidshorisonter används i denna analys i stället det genomsnittliga resultatet över rullande femårsperioder.

att bli positivt. Endast i det fall där reporäntan antas vara negativ i ytterligare fem år kommer det genomsnittliga resultatet över rullande femårsperioder att vara negativt 2025.

**Diagram 4 Genomsnittligt resultat över rullande femårsperioder**



## 2.4. Överväganden

Så länge statsobligationsräntorna är negativa eller mycket låga kommer det inte vara möjligt att emittera premieobligationer med lägre ränta än motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. När väl räntorna återigen är positiva kommer premieobligationerna att bli lönsamma igen. Vägen dit kan dock komma att kantas av förluster. Om ränteuppgången blir snar och snabb och det är möjligt att emittera större premieobligationslån än i dag blir förlusterna begränsade, men om den negativa räntan består under lång tid kan förlusterna sträcka sig flera år framåt i tiden.

Även om premieobligationerna på sikt kommer att bidra till att minska kostnaderna för statens skuld står Riksgälden inför flera utmaningar. En effektiv hantering av premieobligationerna kräver att hushållen känner till och efterfrågar produkten. Att introducera en ny sparform eller ta tillbaka förlorade kunder är betydligt svårare och dyrare än att behålla existerande kunder. Att avstå från att emittera premieobligationer så länge räntorna är negativa och återuppta emissionerna först när räntorna är positiva är därför problematiskt. Likaså att fortsätta strategin att emittera premieobligationer utan att aktivt marknadsföra dem eftersom det minskar möjligheterna att hitta nya kunder. En ny sparform innebär kostnader i form av nyinvesteringar i finansiell infrastruktur och personal. Därtill kommer kostnader för att bygga upp ett starkt varumärke igen. Men den stora utmaningen i ett fall där premieobligationer ska återinföras som sparform efter att ha varit borta från marknaden en längre tid ligger dock i att

attrahera kunder och erhålla nysparande i produkten.

Många hushåll efterfrågar en trygg och säker sparform. Utvecklingen på de finansiella marknaderna har varit snabb och hushållen kan numera välja bland ett stort utbud av finansiella produkter och sparformer. Insättningsgarantin, som introducerades 1996, skyddar i dag pengar insatta på konton hos banker, kreditmarknadsföretag och värdepappersbolag men det finns en efterfrågan även på andra riskfria sparformer. Hur stor den framtida efterfrågan på premieobligationer kan bli, jämfört med när Riksgäldens produkter utgjorde en stor del av hushållens marknad för säkert sparande, är mycket svårt att besvara, särskilt om premieobligationerna har varit borta från marknaden under en längre period.

Ju fler upplåningsinstrument staten har till sitt förfogande, desto enklare är det att hantera ett ökat upplåningsbehov. Premieobligationerna bidrar till att diversifiera investerarsbasen för statens skuld och kan därigenom avlasta annan typ av upplåning. Vinsten av diversifieringen är dock för närvarande begränsad eftersom premieobligationernas andel av den totala skulden är liten. Premieobligationer kan dessutom inte användas i situationer när man snabbt behöver låna stora belopp. På privatmarknaden sätter kundernas efterfrågan tydliga gränser för hur stora obligationsvolymerna som kan emitteras, varför privatmarknadsupplåning är mindre flexibel än motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.

## 2.5. Slutsats

I sinom tid kommer premieobligationerna av allt att döma att bidra till det statsskuldspolitiska målet. Att i nuläget upphöra med utgivningen av premieobligationer för att efter en tids uppehåll åter introducera dem bedöms bli kostsamt. Riksgälden anser därför att upplåningen via premieobligationer bör fortsätta, trots att de närmaste åren kan medföra förluster. Hur stort det framtida bidraget från premieobligationerna kan tänkas bli är däremot svårt att besvara. Framtiden får utvisa om efterfrågan på premieobligationer blir tillräcklig för att verksamheten ska kunna bedrivas effektivt.

För att fortsätta upplåningen i premieobligationer behöver emellertid regeringens riktlinjer ändras. Så som riktlinjerna nu är formulerade riskerar Riksgälden att på kort sikt bryta mot kravet om att privatmarknadsupplåningen ska bidra till sänkta kostnader för statsskulden. Riksgälden föreslår

därför att riktlinjerna ändras så att det finns utrymme att hantera de förluster som premieobligationerna kommer att generera den närmaste tiden. Punkt 33 i riktlinjerna föreslås få lydelsen att "Riksgälden ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att *långsiktigt* minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden".

Riksgäldens analys av premieobligationerna beaktar förväntade besparingar som ligger betydligt längre fram i tiden än fem år som är det perspektiv som normalt används vid utvärderingen av statsskuldens förvaltning. Den föreslagna ändringen av riktlinjerna tydliggör detta.

### 3. Aktiv skuldförvaltning genom positionstaging

Regeringen har även givit Riksgälden i uppdrag att analysera om positionsverksamheten i framtiden förväntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet. I uppdraget ingår även att beskriva de eventuella förändringar i den interna löpande positionsverksamheten som vidtagits för att förbättra framtida resultat. Uppdraget har avrapporterats i en särskild skrivesle till regeringen.<sup>11</sup>

Riksgälden har bland annat identifierat ett ökat behov av att kunna hantera risker förknippade med att valutaskuldens andel ska minska. Riksgälden föreslår därför att möjligheten att ta positioner i kronans växelkurs utökas och att positionsbegreppet utvidgas.

#### 3.1. Bakgrund

Riksgälden har tagit positioner sedan 1992. Enligt riktlinjerna får Riksgälden ta positioner i utländsk valuta och i kronans växelkurs, men inte i svenska räntor. Positioner tas genom att över- eller under- vika exponeringen mot räntor och valutor som ingår, eller skulle kunna ingå, i statsskulden. Positionerna utgör således en del av statsskulden men resultatet av dem redovisas separat.

Positioner i utländsk valuta begränsas till 300 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk (VaR) vid 95 procents sannolikhet. Positioner i

<sup>11</sup> Riksgäldens promemoria "Avrapportering av regeringsuppdraget att analysera om positionsverksamheten i framtiden kan väntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet".

kronans växelkurs begränsas till en exponering motsvarande 7,5 miljarder kronor.

Verksamheten har varit framgångsrik. 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.

Under den senaste femårsperioden 2011–2015 har verksamheten emellertid inte bidragit till att sänka kostnaden för statsskulden. Av tabell 2 framgår att den interna förvaltningen resulterat i ett ackumulerat underskott på 367 miljoner kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig förlust på 73 miljoner kronor per år. Det uppvägdes till viss del av att de externa förvaltarna genererade överskott.

**Tabell 2 Resultat för positionstagingen 2011-2015**

Miljoner kronor	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Intern löpande förvaltning	-163	-176	235	-216	-47	-367
Extern löpande förvaltning	-1	-24	-35	90	44	74
Styrelseposition	250	0	0	0	0	250
<b>Summa positioner</b>	<b>86</b>	<b>-200</b>	<b>200</b>	<b>-126</b>	<b>-2</b>	<b>-42</b>

#### 3.2. Verksamhetens förutsättningar

För att motivera att Riksgälden bedriver aktiv skuldförvaltning genom positionstaging måste det kunna påvisas att Riksgälden har någon form av komparativ fördel som gör det troligt att resultatet blir positivt. När det gäller analys-resurser eller kunskap om kommersiella och andra transaktionsflöden på marknaden har Riksgälden rimligen inga fördelar jämfört med andra större förvaltare. De begränsade analysresurserna kompenseras delvis av att Riksgälden har tillgång till andra aktörers analyser, bland annat via de externa förvaltarna.

Till begränsningarna hör också att Riksgäldens positionstaging endast omfattar instrument som kan tänkas ingå i den reguljära skuldförvaltningen. Ju snävare de tillåtna placeringarna är definierade, desto mindre blir möjligheterna att sprida risker. Här har Riksgälden en nackdel jämfört med 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 regelverk som kan tvinga fram ett kortsiktigt beteende hos marknadsaktörer. Många externa förvaltare agerar för kunders räkning och riskerar att kunderna flyttar sitt kapital i samband med förluster, vilket också försvårar möjligheten att agera långsiktigt. Detta gäller inte för Riksgälden.

Långsiktighet kräver även uthållighet att bära förluster. Baserat på Riksgäldens historiska resultat är förväntningarna att tre av fem år medför vinster, medan två av fem innebär förluster.

Riksgäldens vilja och förmåga att agera långsiktigt har varit särskilt tydlig i samband med styrelsens beslut om att ta större positioner. Det senaste exemplet var när Riksgälden under finanskrisen bedömde att den svenska kronan var orimligt svag. Styrelsen beslutade då att öka valuta-skulden genom 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 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.

#### *Positiva sidoeffekter*

Positionsverksamheten påverkar även den övriga skuldförvaltningen. Den har bland annat underlättat rekryteringen av personal med finansiell kompetens som Riksgälden annars skulle haft svårt att attrahera. Den bidrar också till att Riksgälden anses vara en attraktiv kund och därför får bra service och bra priser även i sådana transaktioner som inte avser positionstagningen.

Att Riksgälden har hög finansiell kompetens och får god service bidrar till att kostnaderna för statsskulden blir lägre. Dessa effekter är dock svåra att kvantifiera.

Riksgälden bedriver den aktiva förvaltningen med små resurser. Den rörliga resursåtgången uppskattades under 2015 till drygt två årsarbetare.

### **3.3. 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 avlog 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 skuldförvaltning 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 upphörde amorteringarna helt under inledningen av 2006. Riksgälden hade under denna period möjligheten att avvika från den av regeringen beslutade amorteringstakten med  $\pm 15$  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 statsskuldsvärdningen blir otillräcklig.

Riksgälden föreslår att 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.

### 3.4. Den interna löpande verksamheten

Som tidigare nämnts har den interna löpande förvaltningen gått med förlust under den senaste femårsperioden. En stor del av förlusterna realiserades under hösten 2014 då Riksgälden beslutade att stänga alla positioner.

Skälet till stängningen var att ramverket för den interna positionstagningen behövde förtydligas och utvecklas. Därefter sänktes riskmandatet och det infördes en förlustbegränsningsmekanism som sänker mandatet ytterligare om det skulle uppstå förluster. 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 mekanismen har också skapat större problem än vad som förutsågs när den infördes. För det första har den förväntade avkastningen på verksamheten blivit lägre. Det hänger samman med att mekanismen fungerar som en försäkring för vilken man betalar en försäkringspremie.<sup>12</sup> Försäkringskostnaderna försämrar möjligheterna att visa överskott. För det andra 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. Därmed minskar förmågan att agera långsiktigt.

Under sommaren 2016 beslutade Riksgälden att slopa förlustbegränsningsmekanismen. För att det

<sup>12</sup> Resonemanget redovisas mer utförligt i Riksgäldens promemoria "Avrapportering av regeringsuppdraget att analysera om positionsverksamheten i framtiden kan väntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskuldens omhelhet".

inte skulle leda till ökade risker beslutades samtidigt att minska verksamhetens omfattning genom att reducera riskmandatet. 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.

### 3.5. Slutsats

Genom att tillvarata förmågan att agera långsiktigt när andra marknadsaktörer har svårt att göra det samma anser Riksgälden att det finns goda förutsättningar för att positionsverksamheten ska kunna bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet.

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 statsskulden. Riksgälden föreslår därför att punkt 30, fjärde stycket, 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."

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.

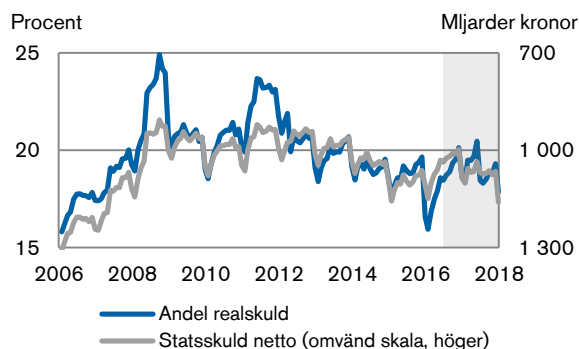
## 4. Andelen real kronskuld

Enligt riktlinjerna ska andelen real kronskuld långsiktigt utgöra 20 procent av den totala statsskulden. Andelen har varit 20 procent i genomsnitt under den senaste tioårsperioden men har legat under riktvärdet ända sedan slutet av 2013. Före dess var realskuldens andel i stället för hög i förhållande till målnivån under några år.

I utvärderingen av statens upplåning och skuld-förvaltning har regeringen gjort bedömningen att de historiska avvikelserna från målvärdet har varit rimliga ur ett kostnadsperspektiv. Däremot anser regeringen att om andelen även fortsättningsvis bedöms avvika från riktvärdet bör Riksgälden förtydliga skälen till detta.

Diagram 5 visar realskuldens andel av den totala statsskulden, inklusive Riksgäldens prognos fram till och med 2017. Inom prognoshorisonten väntas andelen realskuld ligga något under målnivån på 20 procent.

**Diagram 5 Andel realskuld och nivån på statsskulden<sup>13</sup>**



### 4.1. Varför är andelen svår att styra?

Det finns ett antal faktorer som gör det svårt att styra andelen realskuld med precision på kort sikt.

#### Marknaden för realobligationer är begränsad

Marknaden för realobligationer är relativt liten. Det är färre investerare som placerar i realobligationer än i nominella obligationer. Både djup och likviditet är sämre än i marknaden för statsobligationer.

Begränsningarna i marknaden gör att Riksgälden inte kan göra stora förändringar av upplåningen i realobligationer utan att kostnaden blir hög. En kraftig höjning av emissionsvolymen riskerar inte bara att driva upp realobligationsräntorna på kort sikt utan skulle också skapa osäkerhet om det framtida utbudet av realobligationer. Det leder sannolikt till ökade kostnader även på längre sikt.

Anpassningen av upplåningen i realobligationer till förändringar i lånebehovet görs därför i små steg för att säkerställa en välfungerande marknad och därmed låg upplåningskostnad. Om lånebehovet stiger eller faller snabbt hanteras det i första hand med upplåning i utländsk valuta och på penningmarknaden.

Eftersom realupplåningen inte kan ökas eller minskas i den utsträckning som lånebehovet varierar beror realskuldens andel mycket på hur

<sup>13</sup> Realskulden styrs som av andel av nettoskulden, det vill säga inklusive förvaltningstillgångar och fordringar i form av vidareutlåning.

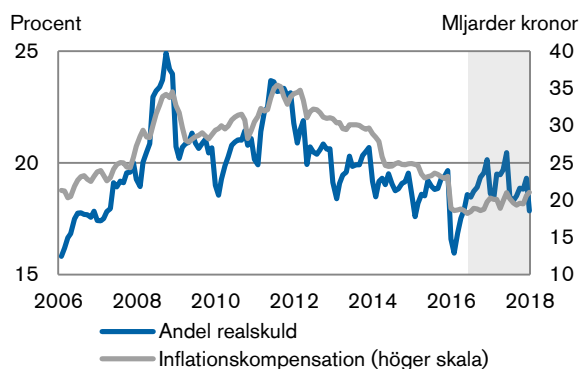


den totala statsskulden utvecklas. Diagram 5 visar hur realskuldens andel samvarierar med nivån på statsskulden (omvänd skala).

#### *Inflationstakten varierar*

Inflationsutvecklingen är en annan viktig faktor som liksom statens lånebehov ligger utanför Riksgäldens kontroll. Inflationen har varit låg under lång tid. Diagram 6 visar andelen realskuld tillsammans med den upplupna inflationskompensationen. Inflationskompensationen är den del av realskulden som kommer av att staten ska betala ersättning för inflationen utöver den reala räntan.

**Diagram 6 Andel realskuld och upplupen inflationskompensation**



Den upplupna inflationskompensationen har minskat i takt med att realobligationer som gavs ut då inflationstakten var högre successivt har förfallit och ersatts med nya. Om inflationen under de senaste fem åren hade legat på sitt mål om två procent per år hade andelen realskuld i juni 2016 varit 1,7 procentenheter högre, allt annat lika.

#### *Det går inte att använda derivat*

Marknaden för inflationssvappar i svenska kronor är avsevärt mindre än marknaden för ränte- och valutaderivat. Riksgälden kan därför inte styra andelen realskuld med hjälp av derivat på det sätt som är möjligt för statsskuldens valutaexponering och duration.

#### **4.2. Alternativ styrmodell**

Mot bakgrund av svårigheterna ovan har Riksgälden analyserat om det skulle vara bättre att styra realskulden i termer av nominella belopp i stället för som andel.

Med en sådan styrmodell skulle målnivån för realskulden inte längre påverkas av att den totala statsskulden varierar i storlek. Riktlinjerna för statsskuldens sammansättning skulle också bli

mer enhetliga eftersom valutaexponeringen numera styrs i termer av absoluta belopp. Å andra sidan finns det nackdelar med den principen jämfört med nuvarande styrning.

#### *Styrningen riskerar att bli mindre transparent*

Styrning av realskulden mot en viss nivå kräver relativt stora intervall för att Riksgälden inte ska bryta mot riktlinjerna, exempelvis när en realobligation förfaller. Det skulle behövas i storleksordningen  $\pm 20$  miljarder kronor kring den önskade målnivån eller ungefär  $\pm 10$  procent av den realobligationsstocken.

Ett brett intervall innebär en svagare och mindre transparent styrning. Idag är det tydligt att Riksgälden alltid siktar på andelen 20 procent på lång sikt även om avvikelserna från målet periodvis kan vara stora. Orsaken till avvikelserna redovisas sedan i den årliga utvärderingen av förvaltningen.

#### *Mindre flexibilitet i låneplaneringen*

Med en statisk målnivå för realskuldens storlek får Riksgälden mindre flexibilitet i planeringen av upplåningen. Om lånebehovet exempelvis minskar kraftigt kan upplåningen i realobligationer tränga undan upplåning i statsobligationer. Det riskerar att leda till sämre likviditet i marknaden för statsobligationer och i förlängningen högre upplåningskostnader och större finansieringsrisk.

Andelsprincipen ger Riksgälden flexibilitet att gradvis anpassa emissionsvolymen efter lånebehovet och därigenom möjlighet att upprätthålla annan upplåning.

#### **4.3. Slutsats**

Riktvärdet för andelen realskuld är långsiktigt och i genomsnitt har andelen legat på målvärdet 20 procent under de senaste tio åren. Flera faktorer gör det emellertid svårt att styra andelen realskuld på kort sikt utan att kostnaden blir för hög. Därför har andelen tidvis varit både högre och lägre än 20 procent. Enligt Riksgäldens prognos kommer andelen att vara något för liten i förhållande till riktvärdet fram till slutet av 2017.

Trots svårigheterna att uppnå riktvärdet på kort sikt bedömer Riksgälden att fördelarna med nuvarande styrmodell överväger jämfört med alternativet att styra realskulden mot en absolut nivå.

Riksgälden kommer även fortsättningsvis att sikta på att nå det långsiktiga andelsmålet och redovisa periodvisa avvikelser årligen i samband med utvärderingen av statsskuldförvaltningen.

## 5. Lån för att tillgodose behovet av statslån

Under finanskrisen beslutade regeringen att ge Riksgälden rätt att ta upp lån för att tillgodose behovet av statspapper om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion.

Enligt punkt 35 i nuvarande riktlinjer bör placering av medel som tagits upp genom sådana lån vägledas av principer som anges i lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut. Det innebär bl.a. att placeringarna bör göras så att en otillbörlig snedvridning av konkurrensen förhindras, att statens insatser i möjligaste mån kan återfås samt så att staten får ersättning för sitt risktagande.

Lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut upphävdes 1 februari 2016. Principerna återfinns numera i lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut, varför Riksgälden föreslår att framtida riktlinjer refererar till denna lag.





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