



RIKTLINJEFÖRSLAGET 2007 I KORTHET

I årets riktlinjeförslag tar Riksgälden ett viktigt steg framåt och knyter ihop en del lösa trådar. Bland annat presenterar vi förslag på hur skuldandelarna ska styras när de uppnått sina fastställda målvärden. Vi föreslår också att löptidsstyrningen i skulden från och med nästa år ska bygga på ett gemensamt löptidsmått som omfattar hela skulden. Slutligen föreslår vi ett nytt styrsystem för Riksgäldens positionstagande.

Riksgälden lämnar årligen förslag till regeringen om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Utgångspunkten för förslaget är det lagstadgade målet för statsskuldsvärdet, som säger att statsskulden ska förvaltas så att kostnaden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Dessutom ska förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Huvudfrågorna i statsskuldsvärdet rör dels skuldens fördelning mellan nominell kronskuld, realskuld och valutaskuld, dels skuldens löptid. Hur dessa beslut omsätts i praktiken, dvs. hur styrningen går till, påverkar också kostnaderna. Regeringen gav i fjolårets riktlinjebeslut Riksgälden i uppdrag att fullfölja analysen av andelsstyrningen och av hur ett samlat löptidsmått för hela statsskulden bör definieras och hanteras. Analysen i årets riktlinjeförslag koncentreras därför på frågor som rör styrningen av statsskulden. I denna artikel ges en sammanfattning av Riksgäldens riktlinjeförslag 2007–2009.

SKULDENS SAMMANSÄTTNING

Regeringen bör liksom tidigare ange riktvärden för skuldandelarna. Vidare bör regeringen uppdraga åt Riksgälden att lägga fast intervall kring riktvärdena för valutaskulden och realskulden. Indirekt definieras därmed även ett intervall för den nominella kronskulden, eftersom andelarna alltid summerar till ett.

Realskulden styrs mot riktvärdet

Beroende på skillnader i skuldslagets egenskaper föreslås intervallen få olika karaktär och funktion. För *realskulden* föreslås regeringen uppdraga åt Riksgälden att ange ett *avvikelseintervall*. Ett intervall är nödvändigt eftersom det är svårt eller t.o.m. omöjligt att i detalj styra realskuldens storlek. Dels har vi inte har någon kort real upplåning och derivatmarknaderna är synnerligen begränsade. Dels är primärmarknaden för realobligationer tunn, vilket gör att vi inte kan räkna med att alltid emittera de volymer vi planerat. Intervallgränserna bör fastställas utifrån vad som behövs för att möjliggöra en kostnadseffektiv hantering av realskulden (preliminära beräkningar visar att ett avvikelseintervall på 2–3 procentenheter bör vara tillfyllest). Vid

den operativa styrningen av realandelen ska Riksgälden ha det av regeringen angivna riktvärdet som referenspunkt, men andelen kommer i praktiken att variera kring detta till följd av förutsebara faktorer som förfall och kupongbetalningar, men även på grund av oväntade händelser, som t.ex. oförutsedda ändringar i lånebehovet.

Valutaskulden styrs genom ett styrintervall

För *valutaskulden* föreslår vi att regeringen ska uppdraga åt Riksgälden att ange ett *styrintervall*. Inom detta intervall ska valutaandelen tillåtas variera till följd av växelkursförändringar utan att Riksgälden vidtar några åtgärder. Motivet är att det finns skäl att anta att kronans värde varierar över tiden kring ett långsiktigt relativt stabilt medelvärde. En alltför strikt styrning av valutaandelen skulle därför kunna leda till att Riksgälden lånar respektive amorterar när det är dyrt, dvs. köper kronor när kronan är stark och köper valuta när kronan är svag. Genom att avstå från att agera så länge valutaandelen rör sig inom styrintervall kan Riksgälden således undvika att göra systematiskt dåliga affärer. Anpassningar görs dock för andra avvikelser, t.ex. på grund av förfallande lån, kupongutbetalningar och lånebehov, i samband med planeringen av upplåningen (f.n. tre gånger per år). Om valutaandelen över- eller understiger intervall ska andelen gradvis återföras till *intervallgränsen* genom ändringar i planen för upplåningen.

Regeringen bör i riktlinjebeslutet konfirmera att de skilda förutsättningarna för styrning av real- respektive valutaandelen gör att Riksgäldens hantering av de båda skuldslagen ska följa olika principer.

Hur stora avvikelser till följd av valutakursrörelser som bör tillåtas är en avvägningsfråga, men en gräns måste sättas för att bevara kontrollen över skuldens faktiska sammansättning och därmed dess riskegenskaper. Vi bedömer ett intervall på ± 2 procentenheter som väl avvägt.

Den nominella kronskulden bestäms residualt

Eftersom skuldandelarna alltid summerar till ett, finns det inte utrymme att ange särskilda riktlinjer för den *nominella kronskuldens* andel, utan den blir en restpost. Vi föreslår vidare att andelarna ska beräknas med hjälp av måttet *statsskuldens summerade kassaflöden* (SSK). Detta mått

inkluderar, utöver det nominella slutvärdet på skulden, även framtida kupongbetalningar och framtida inflationskompensation. På så vis får vi ett mått som fångar samtliga åtaganden som är kopplade till statsskulden och därför ger en bättre bild av statsskuldens riskexponering än det vanliga måttet, okonsoliderad statsskuld. Det ger även bättre jämförbarhet mellan de olika skuldslagen. Exempelvis får man en bättre bild av storleken på realskulden i Statskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2007–2009 3 förhållande till den nominella skulden eftersom man även tar hänsyn till den framtida inflationskompensationen. Detta är också samma mått som enligt gällande riktlinjer används för att beräkna räntebindningstiden.¹

Andelarna ändras när de mäts utifrån SSK-måttet i stället för den okonsoliderade statsskulden. Störst är effekten på realandelen, som ökar med närmare 7 procentenheter. Valutaandelen minskar med drygt 2 procentenheter. Orsaken är främst att vi inkluderar framtida inflationskompensation i realskulden och att huvuddelen av den faller ut först när lånen förfaller, samt att realskulden är så mycket längre än övriga skuldslag och därför innefattar fler kupongbetalningar.

Nya riktvärden för andelarna

Bytet av mått ändrar förstås inte statens reella riskexponering. En utgångspunkt vid valet av andelsriktvärden kan därför vara att göra en direkt översättning från det ena måttet till det andra. Med en avrundning till närmaste multipel av fem föreslår Riksgälden därför att riktvärdet för realskulden sätts till *25 procent* och riktvärdet för den nominella kronskulden sätts till *60 procent*. Riktvärdet för valutaandelen är oförändrat 15 procent.

Andelarnas variationer ska inte vara föremål för kvantitativ utvärdering. Riksgäldens beslut om intervallstorlek och hantering av lägen där valutaandelen hamnar utanför intervallet ska dock redovisas och motiveras i vår återrapportering för att kunna bli föremål för kvalitativ utvärdering av regering och riksdag.

Styrsystemet träder i kraft vid årsskiftet för realandelen

Det nya styrsystemet föreslås *träda i kraft* den 1 januari 2007 för *realskulden*. För *valutaskulden* föreslår vi dock att det nuvarande styrsystemet med ett årligt amorteringsmandat ska fortsätta att gälla tills vidare. Anledningen är

att valutaandelen fortfarande ligger en bra bit från det långsiktiga målet (ca 20 procent jämfört med målet på 15), varför det är svårt att från årsskiftet inrymma valuta-skulden i det nya styrsystemet.

Vi föreslår alltså att riktlinjerna för valutaamorteringarna för 2007 och 2008 behålls oförändrade, dvs. riktvärdet bör vara 25 miljarder kronor och avvikelsetintervallet ± 15 miljarder kronor. Givet nuvarande prognoser och bedömningar bör det nya styrsystemet för valutaandelen kunna tillämpas från 2009. Exakt när och hur en övergång till andelsstyrning för valutaskulden ska ske bör tas upp i kommande riktlinjebeslut.

SKULDENS LÖPTID

Hela skulden ska omfattas

Riksgälden föreslår att löptiden i statsskulden ska styras av ett gemensamt löptidsmått som omfattar hela skulden, dvs. även realskulden bör framgent ingå i löptidsmålet. Löptiden bör liksom tidigare mätas i termer av *räntebindningstid* och räntebindningstiden i de olika skuldslagen bör vägas ihop i ett ett-till-ett-förhållande. För att beräkna räntebindningstiden i den reala skulden måste vi göra ett antagande om den framtida inflationen. Det är då rimligt att utgå från Riksbankens inflationsmål på 2 procent. Mätt på detta sätt var den genomsnittliga räntebindningstiden 5,1 år den 31 juli 2006.

Löptiden kortas

Riksgälden bedömer att det av både principiella och praktiska skäl finns utrymme att göra en viss ytterligare förkortning av statsskuldens löptid. Statsfinanserna är relativt starka, illustrerat av den sjunkande skuldkvoten, nu och de närmaste åren framöver. Dessutom minskar risknivån i skuldportföljen gradvis genom att valutaandelen faller. Principiella resonemang pekar på att en förkortning av löptiden ger sänkta förväntade kostnader och våra modellbaserade analyser indikerar att en viss förkortning kan ske utan nämnvärda effekter på den finansiella risknivån.

Riktvärdet för den samlade löptiden i skulden föreslås sättas till 4,7 år för 2007. För 2008 och 2009 föreslår vi ytterligare förkortningar till 4,6 respektive 4,4 år. Enligt gällande praxis föreslår vi att regeringen inte ska ange några intervallgränser för löptiden. Dessa ska sättas av Riksgälden separat för respektive skuldslag, med beaktande av de operativa förutsättningarna att styra löptiden. *Styrsystemet* för löptiden föreslås således fungera som tidigare.

¹ Det är viktigt att poängtera att vi inte föreslår att statsskuldsmåttet ska ändras. Det officiella statsskuldsmåttet "okonsoliderad statsskuld" ska även fortsättningsvis användas vid beräkning av statsskuldens storlek.



Tankar om löptiden i de enskilda skuldslagen

Svårigheterna att styra löptiden i realskulden och den nominella skulden gör att förslagen till samlad löptid bygger på specifika antaganden om löptiden i delskulderna. Förklaring till att löptiden föreslås minska 2008 och 2009 är att löptiden i den reala skulden gradvis minskar. Det beror i sin tur på den nuvarande lånepolicyn på realmarknaden, där vi av kostnadsskäl inte lånar lika långt som tidigare. Därmed kan vi inte heller upprätthålla den genomsnittliga räntebindningstiden i realskulden.

En annan förklaring är att vi – om regeringen följer förslaget ovan – avser att förkorta valutaskulden markant från 2007. Genom att sluta att göra de derivattransaktioner som vi för närvarande använder för att förlänga valutaskulden till riktvärdet 2,1 år kan vi minska löptiden till i genomsnitt en och halv månad, motsvarande 0,125 år. Vi bedömer att det är ändamålsenligt att göra förkortningen av löptiden i valutaskulden bl.a. därför att valutaskulden består av flera valutor och genomslaget av enskilda kortränteförändringar därför är begränsat. Förkortningen påverkar inte Riksgäldens refinansieringsrisk och minskar våra kostnader i och med att behovet av derivattransaktioner minskar.

Förslaget bygger vidare på att löptiden i den nominella kronskulden lämnas oförändrad på 3,5 år under hela perioden.

POSITIONER OCH RISKUTRYMME

Risken styrs med Value at Risk

Regeringen bör liksom tidigare ge Riksgälden mandat att inom vissa angivna ramar ta strategiska och taktiska positioner för att genom omfördelningar mellan skuldslagen och ändringar av löptiden minska statens räntekostnader. Vi föreslår att riskmandatet framöver ska anges i termer av daglig *Value at Risk* (VaR), enligt den modell som sedan flera år tillämpas inom Riksgälden för styrningen av den aktiva förvaltningen i utländsk valuta.

Fördelen med ett enhetligt riskmått är att alla typer av positioner kan inbegripas. Regeringen får därmed ett bättre grepp över de risker som Riksgälden har möjlighet att ta (utöver vad som följer av att statsskulden har de egenskaper som läggs fast i övriga riktlinjer). En naturlig följd av detta är att också det riskmandat för aktiv förvaltning i utländsk valuta som styrelsen nu beslutar bör innefattas i det generella riskmandat som regeringen lägger fast. Detta risktagande sker nu inom ramar som inte sätts i riktlinjerna utan bygger på att regeringen och riksdagen har godkänt Riksgäldens förvaltning.

Positioner tas med hjälp av derivat

Positioner bör tas via *derivat*. Dessa derivatpositioner bör bokföras i en egen portfölj och löpande marknadsvärderas. Detta ger en tydlig uppdelning mellan Riksgäldens förvaltning av statsskulden enligt regeringens riktlinjer och Riksgäldens positionstagande. En följd av detta är att tanken på att låta förväntningar om ränteutvecklingen slå igenom på hur mycket Riksgälden emitterar av långa nominella eller reala kronobligationer bör utgå. Även Riksgäldens möjligheter att ta positioner i kronräntor via derivat bör utgå, dels på grund av att vi har en så dominerande ställning på marknaden att vi riskerar att påverka prissättningen, dels på grund av att vi vill undvika att väcka farhågor hos andra marknadsaktörer att vi skulle utnyttja information om vårt eget framtida agerande för positionstagande.

Riskmandatet bör sättas till *600 miljoner kronor* mätt som daglig VaR vid 95 procents sannolikhet. Det innebär att om hela riskmandatet utnyttjas så är det 95 procents sannolikhet att Riksgälden inte ska förlora mer än 600 miljoner på en dag. Det betyder också att det är 5 procents sannolikhet att förlusten blir större än 600 miljoner. Det nya systemet för positionstagande föreslås *träda i kraft* den 1 januari 2007. Med hänsyn till att vi föreslår att valutaskulden i minst ett år till ska styras med ett amorteringsmandat bör dock de beslut som rör kronans växelkurs lämnas utanför. Dessa bör liksom tidigare regleras i ett avvikelsetervall för amorteringstakten.

REGERINGENS BESLUT

Regeringen beslutade den 9 november 2006 om riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2007. I utgångspunkterna för beslutet slog regeringen fast att statsskulden ska styras genom att regeringen anger riktvärden för andelarna valuta- och realskuld samt ett särskilt styrintervall för valutaskulden. Andelarna ska beräknas utifrån ett mått som beaktar skuldens samtliga kassaflöden, dvs. inte bara det nominella slutvärdet på obligationerna utan även framtida kupongbetalningar och förväntad inflationskompensation. Måttet kallas *statsskuldens summerade kassaflöden* (SSK). Styrsystemet ska träda i kraft i januari 2007, med undantag för styrningen av valutaskulden som införs vid senare tidpunkt.

Regeringen ska även ange ett riktvärde för statsskuldens *samlade löptid*, dvs. inte bara för den nominella delen av skulden, utan även inklusive den reala. Löptidsriktvärdet ska anges i termer av genomsnittlig räntebindingstid (GRT).

Slutligen angav regeringen att Riksgälden ska ha möjlighet att ta ränte- och valutapositioner i syfte att, med beaktande av risk, sänka kostnaderna för statsskulden. Positionerna ska tas med derivatinstrument. Positionstagandets omfattning ska begränsas genom att regeringen anger en högsta risknivå, mätt i termer av daglig Value at Risk. Riskbegränsningen omfattar alla positioner utom de som rör kronans växelkurs gentemot andra valutor.

Med utgångspunkt från detta angav regeringen följande riktlinjer:

- Andelen valutaskuld ska långsiktigt minska till 15 procent av statsskulden. Riktvärdet för valutaskuldens amortering 2007 fastställs till 40 miljarder kronor. Amorteringstakten för 2008 och 2009 bör vara 40 miljarder kronor per år. Riksgälden får avvika från den angivna amorteringstakten med ± 15 miljarder kronor.
- Andelen real kronaskuld ska vara 25 procent av statsskulden. Riksgälden ska lägga fast ett avvikelseintervall runt detta riktvärde.
- Utöver real kronaupplåning och upplåning i utländsk valuta ska statens finansieringsbehov täckas med nominella lån i kronor. Målandelen för den nominella kronaskulden blir därmed definitionsmässigt 60 procent av statsskulden.
- Riktvärdet för den samlade löptiden i statsskulden ska vara 4,7 år i slutet av 2007. Inriktningen för motsvarande tidpunkter 2008 och 2009 ska vara 4,6 respektive 4,4 år. Riksgälden ska besluta om riktmärken för de olika skuldslagen och ange operativa avvikelseintervall för dessa.
- Gränsen för Riksgäldens positionstagande ska vara 600 miljoner kronor, mätt som daglig Value at Risk vid 95 procents sannolikhet. Riksgäldens styrelse ska besluta hur riskmandatet ska fördelas mellan strategisk och operativ nivå.
- Riksgälden ska genom marknads- och skuldvard bidra till en väl fungerande marknad. Detta får inte medföra att målet om långsiktig kostnadsminimering åsidosätts.
- Riksgälden ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.