



Regeringen
Finansdepartementet
103 33 STOCKHOLM

Förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning

Sammanfattning

Enligt nya bestämmelser i lagen (1988:1387) om statens upplåning ankommer det på Riksgäldskontoret att, efter beslut av kontorets styrelse, till regeringen senast den 1 oktober varje år lägga fram förslag till riktlinjer för förvaltningen av statsskulden. Beslut om riktlinjernas utformning skall fattas av regeringen senast den 15 november. Riksgäldskontoret betonar att det presenterade förslaget är ett första steg i en process, där såväl principerna som teknikerna för styrning och utvärdering av statsskuld förvaltningen gradvis kommer att utvecklas. I denna första omgång bygger förslagen i stor utsträckning på kvalitativa resonemang och bedömningar. Sådana har alltid en viktig roll i komplex portföljförvaltning, men ett led i den nämnda processen är att utveckla bättre kvantitativa analysmetoder som underlag för riktlinjearbetet under kommande år.

Utgångspunkten för förslaget är att det av målformuleringen i lagen följer att statsskulden skall ses som en helhet. Målet är därför att långsiktigt minimera de förväntade *totala* kostnaderna för skulden med beaktande av den *samlade* risken i portföljen. De grundläggande faktorer som styr förväntade kostnader och risk är skuldens fördelning mellan nominell upplåning, real upplåning och valutaupplåning, samt räntebindningstid och förfalloprofil för skulden. För att skulden skall kunna hanteras som en helhet är det samtidigt viktigt att det finns flexibilitet inom riktlinjernas ram, t.ex. så att risker i en delportfölj kan avvägas mot risker i andra. Det vore därför naturligt att lägga fast övergripande riktlinjer i form av riktvärden för skuldens sammansättning i termer av dessa storheter, samt intervall kring dessa. Enligt kontorets bedömning är det emellertid för tidigt att i procentsatser precisera hur skulden långsiktigt bör fördelas mellan nominellt, realt och valuta. Kontorets förslag anger i stället i första hand önskade rörelseriktningar. Huvudpunkterna i förslaget är som följer.

Nominella lån i inhemsk valuta bör även framgent svara för huvuddelen av statens upplåning. Nominella instrument dominerar världens penning- och obligationsmarknader, vilket ger förutsättningar att skapa likvida och attraktiva marknader för sådana papper även i Sverige. Kontoret förordar fortsatt satsning på att öka andelen *real upplåning* i skulden. Reala lån bör på sikt ge staten lägre förväntade kostnader. Osäkerhet om förutsättningarna på realobligationsmarknaden gör dock att det är svårt att ange mål för ökningstakten utan att dessa riskerar att komma i konflikt med kostnads-målet. Kontoret föreslår att amorteringarna av *valutaskulden* skall fortsätta. En samlad avvägning mellan kostnad och risk motiverar inte längre en så stor valutaskuld. Kontoret bedömer att amortering i en takt motsvarande 15–35 miljarder kronor per år under de närmaste tre åren är lämplig. Enligt kontorets bedömning torde en sådan gradvis och i förväg annonserad förändring av statens valutaskuld inte ha nämnvärda effekter på kronkursen. Kontoret pekar dessutom på att Riksbankens behov av medel för eventuella interventioner i valutamarknaden, i enlighet med regler i lagen om statens upplåning, kan tillgodoses genom att Riksgäldskontoret lånar upp valuta för Riksbankens räkning, vid sidan av den upplåning som styrs av de här föreslagna riktlinjerna.

Riksgäldskontoret föreslår att skuldens löptid bör styras av dels riktmärken avseende *den genomsnittliga räntebindningstiden*, som i första hand påverkar den förväntade kostnaden, dels av *gränser för högsta tillåtna andel förfall* under givna tidsperioder, som primärt påverkar risken för att högre låneräntor snabbt skall slå igenom på kostnaderna. Räntebindningstiden bör anges separat för kron- och valutaskulden respektive realskulden. Den genomsnittliga räntebindningstiden för kron- och valutaskulden föreslås styras av ett riktmärke på 3,4 år med ett intervall på $\pm 0,4$ år. Eftersom bindningstiden vid årsskiftet beräknas uppgå till 3,5 år, är detta riktmärke i princip neutralt i förhållande till utgångsläget, dvs. det finns utrymme för en förkortning likaväl som för en förlängning av räntebindningstiden. Förkortning av räntebindningstiden på nominella lån sänker de förväntade kostnaderna på lång sikt i utbyte mot något högre risk. Enligt kontorets bedömning finns det skäl att på lång sikt förkorta räntebindningstiden. Eventuella förändringar bör anpassas till rådande marknadsförutsättningar. Detta motiverar att riktmärket anges med ett relativt brett intervall. Det finns en betydande tröghet i anpassningar av räntebindningstiden till följd av skuldens storlek i förhållande till nyupplåningen och begränsningarna i de skuldskötselåtgärder som kan vidtas på kronmarknaden. Räntebindningstiden kan således bara ändras gradvis.

För realskulden torde kostnadsminimering innebära att staten i första hand ger ut långa lån. Placerarnas vilja att avstå förväntad avkastning i utbyte mot real värdesäkring bör vara större på långa löptider. Osäkerheten om marknadsförutsättningarna kan göra det svårt att styra räntebindningstiden i reallåneportföljen. Riksgäldskontoret föreslår i stället att riktlinjerna skall ange att kontoret bör inrikta sig på att i första hand emittera reallån med räntebindningstid på tio år eller längre.

Beträffande förfalloprofilen föreslår kontoret en gräns innebärande att högst 15 procent av den samlade skulden får förfalla ett enskilt år. För att ta hänsyn till behovet att emittera statsskuldväxlar för att dels hantera mer

kortsiktiga variationer i statens lånebehov, dels uppnå den önskade genomsnittliga räntebindningstiden måste dock en högre gräns anges för lån som förfaller inom tolv månader. Kontoret föreslår att gränsen sätts till 30 procent, men att inriktningen bör vara att andelen förfall inom tolv månader normalt skall hållas under 25 procent.

1. Bakgrund

Enligt nya bestämmelser i lagen (1988:1387) om statens upplåning ankommer det på Riksgäldskontoret att till regeringen senast den 1 oktober varje år lägga fram förslag till riktlinjer för förvaltningen av statsskulden. Kontorets förslag skall ligga till grund för regeringens årliga beslut om riktlinjernas utformning, som skall fattas senast den 15 november. Riktlinjerna skall utgå från det mål för statsskuld förvaltningen som riksdagen lagt fast, dvs. långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk och de krav penningpolitiken ställer. De skall även fungera som utgångspunkt för utvärdering av utfallet av statsskuld förvaltningen.

I propositionen (prop. 1997/98:154) anger regeringen endast i allmänna ordalag hur riktlinjer kan tänkas utformas och utvärdering gå till. Den konstaterar att metoderna för identifiering, kvantifiering och hantering av risker utvecklas och förfinas. Det innebär, enligt regeringen, att formerna för angivande av riktlinjer och utvärderingsmetoderna bör kunna förändras över tiden.¹

Kontoret vill även notera att det styr- och utvärderingssystem som beskrivs i propositionen är mer ambitiöst än de som tillämpas i något land som kontoret känner till. Många länder anger liknande mål. Även inom denna grupp finns emellertid stora skillnader mellan hur statsskulden är sammansatt. Det kan tänkas avspegla skilda attityder till risk, men mer sannolikt är att det beror på att arbetet med att utveckla kompletta styrsystem, där riktlinjer härleds från kostnadsmål, även på andra håll än i Sverige bara har börjat.

Statsskuldspolitiska utredningen (nedan kallad STUP), vars betänkande, SOU 1997:66, legat till grund för propositionen, beskriver komplexiteten i de avvägningar som behöver göras för att utforma riktlinjer och utvärderingsmetoder. Utredningen redovisar dock inga förslag till praktiska lösningar.

Riksgäldskontoret konstaterar således att det inte finns några färdiga modeller eller tydliga förebilder för hur det nya styr- och utvärderingssystemet för statsskuldspolitiken skall utformas i praktiken. Därav följer att denna första skrivelse med förslag till riktlinjer bör ses som ett inledande steg i en process. I denna process kommer det att vara nödvändigt att pröva nya tankar och lösningar allteftersom erfarenheter vinnas och kunskaperna förbättras. Det föreliggande förslaget präglas av en sådan prövande ansats.

¹ Med undantag för en ändring i tidtabellen för rapporteringen har riksdagen enhälligt ställt sig bakom förslagen i propositionen; se Finansutskottets betänkande 1997/98:FiU29.

Det bör även noteras att kontoret i denna första omgång inte hunnit utveckla kvantitativa analysredskap, t.ex. modeller för simuleringar av hur kostnaderna påverkas av olika störningar beroende på skuldens sammansättning, anpassade för det nya övergripande synsättet på statskulden. Förslagen bygger därmed i stor utsträckning på kvalitativa resonemang och bedömningar. Sådana har alltid en viktig roll i komplex portföljförvaltning, men ett led i den ovan nämnda processen är att ta fram bättre kvantitativa analysmetoder som underlag för riktlinjearbetet under kommande år.

Promemorian är upplagd som följer: I avsnitt 2 behandlar kontoret vissa principer för utformningen av övergripande riktlinjer. Avsnitt 3 diskuterar hur begreppen kostnad och risk bör tolkas. I avsnitt 4 presenteras kontorets förslag till riktlinjer avseende skuldens sammansättning och löptid. Vidare behandlas konsekvenserna för statens risktagande samt vissa frågor med anknytning till penningpolitikens krav. I avsnitt 5 beskrivs kortfattat de operativa riktlinjer som kontorets styrelse avser att lägga fast. Avsnitt 6 diskuterar kortfattat principer och metoder för utvärdering av statskuldsförvaltningen.

2. Principer för utformningen av övergripande riktlinjer

2.1 Statsskuldsportföljen

En självklar utgångspunkt är att riktlinjerna skall baseras på det mål för statskuldsförvaltningen som riksdagen har lagt fast. Av målformuleringen i lagen och resonemangen i propositionen följer att riktlinjerna bör utformas utifrån en grundsyn där statskulden uppfattas som *en* portfölj. Det är de förväntade *totala* kostnaderna för skulden som långsiktigt skall minimeras med beaktande av den *samlade* risken i portföljen.

Följaktligen bör riktlinjerna primärt avse statskuldsportföljens övergripande sammansättning och egenskaper. Från ett portföljperspektiv är det därvid naturligt att, som anges i propositionen, utgå från fördelningen mellan nominell upplåning, real upplåning och valutaupplåning, eftersom dessa utgör de tre grundläggande upplåningskategorierna med var för sig unika egenskaper från risksynpunkt. Riktlinjer för portföljvalet kan tänkas utformas på olika sätt, men i ett första steg framstår det som rimligt att ange hur skulden bör fördelas mellan nominella lån, reala lån och valutalån.

Det bör betonas att det inte är realistiskt att förutsätta att sådana riktlinjer skall kunna härledas på ett sätt som gör att förväntade kostnader i formell bemärkelse minimeras. Därtill är sambanden alltför komplexa. Följaktligen måste besluten fattas på basis av *bedömningar*. Det är fråga om att på grundval av allmänna överväganden ange en sammansättning som framstår som rimlig med hänsyn till förväntad kostnad (inklusive marknadsvård) och med hänsyn till önskat och uppskattat risktagande. Det förhållandet att riktlinjebeslutet är grundat på en bedömning, snarare än på formella analytiska slutsatser, påverkar också synen på och metoderna för utvärdering. Kontoret återkommer till utvärderingsfrågorna i avsnitt 6.

Att skulden skall ses som en helhet har också implikationer för hur detaljerade riktlinjerna bör vara. En helhetssyn innebär bl.a. att merkostnader på ett område kan vara motiverade om de mer än uppvägs av besparingar i någon annan upplåningsform. Detta kan innefattas i begreppet marknads-vård i vid bemärkelse. Ett samlat portföljperspektiv gör det också möjligt att väga samman riskerna till ett samlat riskmått med beaktande av graden av samvariation mellan kostnaderna för olika låneformer. Fullt genomfört ställer detta stora krav på information, men även mer elementära riskavvågningar bör vara möjliga. Ett självklart inslag är att reducera beroendet av enskilda instrument och marknader genom att diversifiera upplåningen. Det bör även finnas utrymme att balansera ökat risktagande i en delportfölj med minskning av riskexponeringen i en annan del av skulden. En möjlighet är exempelvis att välja en något kortare räntebindningstid för den nominella upplåningen därför att realobligationer med lång löptid har getts ut. På så sätt kan refinansieringsriskerna i portföljen som helhet balanseras.

Riktlinjerna bör således lämna så stort utrymme för flexibilitet i förvaltningen att skulden också i praktiken kan hanteras som en helhet. Det förutsätter att det inom riktlinjernas ram går att variera delportföljernas andel av skulden och av den totala riskexponeringen. Följaktligen bör riktlinjerna innefatta intervall kring riktvärdena för hur skulden skall fördelas mellan de tre huvudkomponenterna, nominell upplåning, real upplåning och valutaupplåning, samt hur lång räntebindningstid skulden skall ha.

Det är uppenbart att det finns ett utbytesförhållande mellan flexibilitet och detaljeringsgrad i riktlinjerna. Framöver kan det visa sig möjligt att utforma riskrestriktioner på andra sätt än i termer av skuldandelar, t.ex. inom ramen för en s.k. cost at risk-modell. Det är ett simuleringsverktyg som gör det möjligt att, på grundval av vissa statistiska antaganden om de förväntade kostnaderna för olika låneformer samt variation och samvariation i dessa, uppskatta sannolikheten för att den totala kostnaden skall överstiga en viss nivå. Detta förutsätter dock bl.a. mer detaljerad information om den förväntade samvariationen mellan kostnaderna för olika låneformer än vad som i utgångsläget finns att tillgå.

Dessutom bygger ett sådant styrsystem i princip på att skuldens fördelning inte spelar någon roll för t.ex. tilltron till statsfinansernas störningskänslighet, så att staten kan välja mellan nominell och real upplåning eller räntebindningstid utan att avkastningskraven på statslån påverkas. Detta kan inte förutsättas gälla med en statsskuld av nuvarande storlek. Alternativt måste kostnads- och riskbedömningar innefatta sambanden mellan skuldens sammansättning och de förväntade kostnaderna, liksom variation och samvariation i dessa. Detta ökar informationskraven och komplicerar analysen ytterligare. Det är mot denna bakgrund inte realistiskt att när övergripande riktlinjer skall utformas för första gången ange dem i termer av en samlad riskrestriktion. Det kommande arbetet med att utveckla styrsystemet får utvisa om, i så fall när och i vilken utsträckning en sådan ansats kan användas för utformning av riktlinjerna.

Det bör betonas att riktlinjerna kan behöva modifieras framöver, även av andra skäl än att styrningsmetoderna utvecklas. Bland annat är det väsent-

ligt att beakta förutsättningarna för upplåning på skilda marknader, eftersom såväl lånekostnaderna som riskerna kan tänkas variera över tiden. Även utsikterna för framtida över- eller underskott i statsfinanserna bör vägas in. Starka statsfinanser kan göra det möjligt för staten att acceptera större risker för variation i kostnaderna, givetvis i utbyte mot lägre förväntade kostnader, eftersom det då finns en buffert för den händelse kostnaderna skulle öka. Att omsätta sådana bedömningar i specifika riktlinjer är svårt. I viss utsträckning bör det vara möjligt att anpassa skulden till sådana ändringar inom ramen för riktlinjer som ger utrymme för flexibilitet i skuldhanteringen. Som allmän utgångspunkt bör det dock noteras att det inte torde finnas en viss sammansättning av statsskulden som är optimal under alla omständigheter. Det är följaktligen naturligt att riktlinjerna för statsskuldshanteringen kan justeras från tid till annan till följd av att de yttre förutsättningarna ändrats i olika avseenden.

2.2 Marknadsvård

Kostnaderna för statsskulden och riskerna för variationer i dessa påverkas inte bara av statsskuldportföljens fördelning på de tre huvudkomponenterna utan även t.ex. av valet av låneinstrument och åtgärder för att effektivisera upplåningen och statspappersmarknadernas funktionssätt. Dessa faktorer kan sammanfattas med begreppet marknadsvård.

Enligt kontorets uppfattning är det inte meningsfullt att i detta sammanhang ange riktlinjer för Riksgäldskontorets arbete med marknadsvård. Det följer direkt av kontorets uppdrag att minimera kostnaderna att möjligheter att effektivisera upplåningen skall tillvaratas. Sådana riktlinjer kan heller inte bli annat än allmänt formulerade. Dock är det naturligt att kontoret i sin rapportering redogör för hur marknadsvården bedrivits.

2.3 Hushållsupplåning

Upplåning direkt från svenska hushåll är ett alternativ till låneinstrument noterade på värdepappersmarknader av grosshandelskaraktär. Hushållsupplåning har länge varit en kostnadseffektiv och stabil finansieringskälla för staten. Fortsatt satsning på hushållsupplåning ingår därför som ett led i en upplåningspolitik vägledd av målet att låna billigt med beaktande av risk. Däremot är det svårt att ange riktlinjer för hur stor hushållsupplåningen bör vara, i kronor eller som andel av statsskulden. Sådana mål kan komma i konflikt med kostnadsminimeringsmålet. Kontoret förordar därför att hushållsupplåning som hittills styrs av målet att staten skall låna direkt från hushållen så länge denna upplåning är billigare (med beaktande av skillnader i hanteringskostnader) än motsvarande finansiering på värdepappersmarknaderna. Med denna utgångspunkt är utvärderingen av hushållsupplåningen också relativt rättfram, eftersom det finns ett klart definierat jämförelsemått i form av obligationsmarknadsupplåning. Vid bedömning av riskerna i statsskulden kan hushållsinstrument grupperas tillsammans med grosshandelsinstrument med motsvarande egenskaper och vägas in i den totala portföljen. På så sätt är målet om billigare upplåning än på värdepappersmarknaden tillräckligt för att säkerställa att hushållsupplåning bedrivs kostnadseffektivt med beaktande av risk.

3. Kostnader och risker

3.1 Inledning

Begreppen ”kostnad” och ”risk” är centrala i målformuleringen för stats-skuldsförvaltningen. Av propositionen framgår att det är de *direkta kostnaderna* som avses. Med risk måste därför i första hand förstås osäkerhet om utfallet av de direkta kostnaderna. Kostnader kan emellertid definieras och mätas på flera sätt. Vissa preciseringar är därför nödvändiga som underlag för utformning av riktlinjer och för utvärdering av statsskuldsförvaltningen.

3.2 Kostnads- och riskbegrepp

Det är självklart av rent språkliga skäl att ”kostnader” inte är synonymt med betalningar eller utgifter, dvs. kassamässiga storheter. Kassaflöden kan uppstå vid godtyckliga tidpunkter och påverkas t.ex. av valet av upplåningsinstrument på ett sätt som inte motsvarar kostnaden för upplåningen. Följaktligen är kostnaderna för statsskulden något annat än budgetbelastningen i form av räntor på statsskulden enligt gällande principer för statlig redovisning.

I huvudsak kan två ansatser för kostnadsberäkning övervägas. Den ena korrigerar löpande räntebetalningar så att hänsyn tas till t.ex. under perioden upplupna men ännu icke utbetalda räntor. Detta kan kallas *mått på periodiserade räntebetalningar*.

Regeringen skriver i propositionen: ”Ett kostnadsminimeringsmål innebär att ränteutgifterna periodiseras och hänförs till rätt period” (s. 25). Det antyder att utgångspunkten bör vara ett sådant mått på periodiserade räntebetalningar som kontoret redan använder och som regeringen redovisar i budgetpropositionen. Detta mått bygger på periodisering av upplupna räntor på nollkupongobligationer, samt av över- och underkurser i samband med emission av kupongobligationer. Det innebär att betalningarna som görs vid förfall respektive emission jämnas ut över obligationernas löptid. Måttet snedvrids därmed inte av valet av upplåningsinstrument. Periodisering ger på så sätt ett ekonomiskt mer rättvisande och mer stabilt mått på räntekostnader än okorrigerade betalningsflöden.²

Det andra huvudalternativet bygger på att kostnader beräknas genom att *förändringen av skuldens marknadsvärde* (minus lånebehovet under perioden) läggs till de löpande räntebetalningarna. På så sätt fångas upplupna räntor på samma sätt som vid periodisering, men dessutom tas ändringar i marknadsvärdet på skulden, till följd av att marknadsräntor och växelkurser ändras, som en kostnad (eller intäkt) under perioden. Denna princip tillämpas för att beräkna effekterna av växelkursjusteringar på valutaskulden.

² Arbete med att ta fram ett mått där också betalningar i samband med byten och uppköp periodiseras pågår inom kontoret i syfte att även korrigera räntebetalningarna för effekter av skuldskötselåtgärder.

Marknadsvärdering är en enkel och transparent princip. Det betyder att denna ansats undviker vissa av de bedömningsfrågor som kan uppstå när periodiseringar skall göras, bl.a. när det gäller till vilken period en viss kostnad skall hänföras. Marknadsvärdering som underlag för beräkningar av kostnaden för statsskulden – liksom för riskbedömningar – bygger dock på förutsättningar som gör att resultaten kan vara svåra att använda som underlag för styrning och utvärdering av statsskuldspolitiken.

Marknadsvärdering bygger på förutsättningen att portföljen snabbt kan omplaceras och att detta är en relevant förvaltningsstrategi. För statsskulden gäller dock att horisonten är långsiktig, eftersom skulden inte kommer att återbetalas annat än i långsam takt. Vidare gäller att kontoret i allmänhet byter in eller köper upp obligationer först då de har kort tid till förfall. Det är en följd av statsskuldens storlek, både absolut sett och som andel av den inhemska marknaden. Stora omplaceringar vore motiverade om kontoret agerade på basis av kortsiktig ränte- och valutatro. Så sker dock bara inom valutaskulden. Som bl.a. betonas i STUP, vore ett kortsiktigt agerande på den inhemska marknaden oförenligt med kontorets dominerande ställning. Där vägleds kontoret av principerna om transparens och förutsägbarhet.

Givet att skulden hanteras på detta sätt skulle vid marknadsvärdering orealiserade kursförluster tas upp som en kostnad även om de kommer att motsvaras av vinster längre fram och således aldrig realiseras. Kostnaden för en obligation som står ute till förfall bestäms vid emissionstillfället och påverkas inte av eventuella ändringar i marknadsräntorna under mellantiden.³

Den marknadsvärdeändring som uppstår om t.ex. skulden finansierats långsiktigt och räntorna därefter faller mäter effekten av att räntorna bundits och staten därmed inte kan tillgodogöra sig de lägre marknadsräntorna. Det är således en slags alternativkostnad, där kort upplåning i praktiken används som jämförelsenorm. Detta kan uppfattas som att man vid löpande marknadsvärdering arbetar med kort upplåning som implicit riktmärke gentemot vilket kostnader (och därmed risk) mäts. Eftersom skulden i praktiken är långsiktig, framstår det som missvisande att ta det extrema antagandet om årlig omplacering av hela skulden som utgångspunkt för kostnadsberäkningar och riskbedömningar. Det kan sägas innebära att statsskuld förvaltningen utvärderas mot ett riktmärke som inte överensstämmer med de gällande riktlinjerna.

Innebörden av att inkludera marknadsvärdeändringar i räntekostnaderna kan även belysas med utgångspunkt i frågan om hur riskbegreppet bör

³ Påståendet gäller för nominella obligationer om kostnaderna mäts i nominella termer och för reala obligationer om de mäts i reala termer; se vidare avsnitt 3.4. I STUP (avsnitt 2.6) redovisas kostnaderna för statsskulden under budgetåren 1987/88–1995/96 beräknade utifrån marknadsvärdering. Beräkningarna illustrerar att kostnaderna domineras av ändringar i skuldens marknadsvärde. Utredningen, som förordar marknadsvärdering, konstaterar att tidshorisonten är avgörande för bedömningen av riskerna i olika instrument, men kommenterar inte vad detta betyder för kostnadsmåttets tolkning och relevans.

tolkas. En grundprincip för portföljhantering är att risk kan begränsas genom matchning av egenskaperna hos skulder och tillgångar, inklusive löptid. Tillämpat på en skuldportfölj innebär det att minimal risk uppnås om lån tas så att de förfaller vid tidpunkter då låntagaren har ett motsvarande kassainflöde. Därigenom elimineras såväl ränterisk som refinansieringsrisk. I fall skulden är matchad av framtida överskott är riskmätning på basis av löpande marknadsvärdering missvisande, eftersom förändringar i marknadsvärdet till följd av ränteändringar aldrig kommer att realiseras och leda till faktiska kostnader.

Som betonats ovan är det rimligt att uppfatta statsskulden som långsiktig i så måtto att huvuddelen kommer att finnas kvar länge, vilket också är utgångspunkten i propositionen. Detta talar för att risken – mätt som förväntad variation i framtida kostnader – minskar om skulden finansieras långt. Med kostnaden beräknad utifrån marknadsvärdering framstår långfristig upplåning emellertid som särskilt riskfylld, eftersom marknadsvärdets känslighet för ändringar i marknadsräntor ökar med räntebindningstiden. Årlig marknadsvärdering riskerar att ge en missvisande bild av risken för variationer i faktiska, långsiktiga kostnader. Om riskrestriktionen ges stor vikt kan marknadsvärdering därigenom vrida skuldförvaltningen mot en kort placeringshorisont. Detta ger låga uppmätta risker, men stora reella risker givet att skulden är långsiktig.

Det bör noteras att skillnaderna mellan periodiserade kostnader och marknadsvärdering minskar om mätningen görs över långa perioder. Orealiserade förluster till följd av en uppgång i marknadsvärdet på en obligation som tas upp som en kostnad under ett år kommer att uppvägas av vinster under den återstående löptiden. Om kostnader och risk konsekvent mäts över t.ex. rullande femårsperioder, torde skillnaderna därför normalt bli relativt små. I synnerhet under den inledande fasen kommer emellertid de årliga resultaten att styra bedömningen av statsskuld förvaltningen. Därmed kan, som noterades ovan, riktlinjerna och förvaltningen vridas i riktning mot en kortare horisont än vad som vore önskvärt.

Riksgäldskontorets slutsats av dessa resonemang är att mått på periodiserade räntebetalningar tills vidare bör användas för att mäta *räntekostnader i absoluta termer*. Parallellt bör kostnader baserade på marknadsvärdering av statsskulden redovisas. De kan ge kompletterande information och det kan på sikt finnas anledning att ge detta mått större vikt, t.ex. om de yttre förutsättningarna för skuldförvaltningen ändras.

Marknadsvärdering har även en roll i styrnings- och utvärderingssystemet. Den alternativkostnad (eller -intäkt) som fångas av marknadsvärdering är av intresse om den avser skillnaden i förhållande till ett preciserat riktmärke som anger en portföljsammansättning som är möjlig och ändamålsenlig. Marknadsvärdering bör således användas vid utvärdering i förhållande till riktmärken. Det är då fråga om att mäta *kostnader i relativa termer* varvid både den faktiska portföljen och riktmärket påverkas på ett likartat sätt av rörelser i marknadsräntor. Det sammanhänger i sin tur med att den faktiska portföljens avvikelser från riktmärket då kommer att begränsas av medvetet formulerade intervall avseende skuldens löptid.

Valet av mått på räntekostnader påverkas, som noterades ovan, även av hur aktivt låneportföljen förvaltas. För närvarande förvaltas endast valutaskulden aktivt på basis av bedömningar om ränte- och växelkursutvecklingen och där tillämpas marknadsvärdering gentemot en komplett riktmärkesportfölj. I ett läge då det vore möjligt för kontoret att köpa upp och refinansiera stora delar av låneportföljen, i syfte att ändra skuldens sammansättning eller löptid, är marknadsvärdering ett mått som i viss mening är realistiskt. En sådan situation skulle exempelvis uppstå om Sverige går med i valutaunionen. Då förvandlas kronskulden till euroskuld. Riksgäldskontoret blir en liten aktör på en stor gemensam statspappersmarknad i euro och kommer att kunna hantera skulden utan att på samma sätt som i dag begränsas av hänsyn till marknadens kapacitet att absorbera stora transaktioner.

Huruvida det är *ändamålsenligt*, med hänsyn till skuldens långfristiga karaktär m.m., att utnyttja dessa möjligheter att låta t.ex. ränte- och valutatro påverka portföljsammansättningen är en annan (och komplicerad) fråga som kräver ytterligare överväganden. Den bör prövas i ljuset av de effekter på kostnader och risker som en aktiv portföljförvaltning medför. Argumenten för förutsägbarhet och transparens måste också i en sådan situation beaktas, även om de möjligen har mindre vikt än under rådande förhållanden.

Avslutningsvis bör det noteras att skuld i utländsk valuta, som hittills, bör värderas med hjälp av aktuella växelkurser och orealiserade värdeförändringar till följd av växelkursrörelser bör inkluderas i kostnaden. Även detta kan leda till slag i kostnaderna eftersom växelkurser fluktuerar. Till skillnad från värdeförändringar som beror på räntevariationer finns det dock inte anledning anta att kursförluster till följd av växelkursrörelser kommer att uppvägas av kursvinster i framtiden, även om skulden hålls till förfall.

För fullständighetens skull bör också nämnas att enligt det nya regelverket för nationalräkenskaperna (ENS 95) skall statsskulden i NR redovisas till marknadsvärde. Marknadsvärdeändringar kommer inte heller framgent att påverka det finansiella sparandet, det mått på det offentliga underskottet som används t.ex. inom stabilitets- och tillväxtpakten. Statliga redovisning är inte bunden till NR. I den mån statsskuldens storlek i NR-termer bedöms vara väsentlig kan dock risken för marknadsvärdeändringar behöva beaktas. Som framgått ovan finns det motsättningar, i synnerhet på kort sikt, mellan risk för variationer i kostnader och risk för variationer i marknadsvärden. Kontoret har tagit fasta på att målet är uttryckt i termer av långsiktiga kostnader (inte som att minimera statsskuldens marknadsvärde) och i förslaget till riktlinjer inte särskilt beaktat marknadsvärderisker.

3.3 Risker hänförliga till osäkerhet om lånebehovet

De föregående resonemangen har i första hand avsett risker som uppstår till följd av ränte- och växelkursosäkerhet. Även tidsprofilen för det framtida lånebehovet är dock osäker. Det innebär att risken – mätt som variationer i framtida räntekostnader – beror på osäkerhet om både ränteläget *och* det framtida lånebehovet. En upplåningsstrategi som är riskfri för ett visst antaget låneförlopp kan ge ett oväntat utfall om

lånebehovet utvecklas annorlunda. Antag exempelvis att utgångspunkten är att skulden skall vara konstant och staten ger ut eviga obligationer, dvs. låser räntebetalningarna för all framtid. Om det då uppstår ett överskott, måste staten köpa upp obligationer. Därvid kan kursförluster eller kursvinster realiseras, vilket påverkar kostnaderna.

Följaktligen beror risken i skuldförvaltningen på förhållanden som bestäms av den allmänna ekonomiska utvecklingen via skatteintäkter och av budgetpolitiken i stort. Gränsdragningen mellan statsskuldspolitik, i meningen förvaltning av en utifrån given statsskuld, och andra politik- och ansvarsområden är således inte självklar när den skall tillämpas på riskbedömningar. Detta bör beaktas både i samband med styrningen av statsskuldpolitiken, t.ex. när det gäller vilka antaganden om skuldutvecklingen som skall ligga till grund för upplåningsbeslut, och vid utvärdering av densamma, t.ex. analys av varför kostnaderna blivit som de blivit. En slutsats är dock att goda lånebehovsprognoser, även långsiktiga sådana, är väsentliga för effektiv riskhantering.

3.4 Mätning i nominella respektive reala termer

Ovan har frågan om kostnader och risk skall mätas i nominella eller reala termer inte berörts. I propositionen konstateras att ett realt synsätt är det mest korrekta från principiell ekonomisk utgångspunkt, men att mätningen av risk i reala termer är relativt outvecklad. Regeringen drar slutsatsen att det är alltför tidigt att uttrycka målet i reala termer, men det är tänkbart att övergå till reala riskmått i framtiden. De följande resonemangen kring förslaget till riktlinjer utgår därför från att risk mäts i nominella termer. Framtida analyser, bl.a. av vilket index som bör användas för omräkning till reala storheter, får utvisa om och när ett realt synsätt bör införas.

Det bör i sammanhanget påpekas att de förändringar i skuldens sammansättning som kontoret föreslår är begränsade. De kan också, i kvalitativa termer, antas ha motverkande effekter på både de nominella och de reala riskerna i statsskuldförvaltningen. Enligt kontorets bedömning ändrar det aktuella förslaget till riktlinjer således inte statens riskexponering i särskilt stor grad, oavsett om nominell eller real riskmätning tillämpas.

4. Förslag till övergripande riktlinjer

4.1 Inledning

Slutsatsen i föregående avsnitt är att de övergripande riktlinjerna bör ange riktvärden för skuldens sammansättning, samt intervall kring dessa. Enligt kontorets bedömning är det dock för tidigt att redan nu precisera andelarna i ett sådant riktmärke i procentsatser. För det första bör bedömningarna och den kvantitativa analysen av förväntade kostnader och risker ges mer tid. För det andra är det möjligt att detta riktmärke ligger så pass långt från skuldens nuvarande sammansättning att det kommer att ta flera år innan det kan uppfattas som en realistisk måttstock. Eftersom den önskade sammansättningen inte är en gång för alla given utan påverkas av bl.a. marknadsförutsättningar och det statsfinansiella läget, är det möjligt att målet skulle behöva revideras innan det uppnåts. För det tredje bör beslutet om en eventuell större överföring från AP-fonden inväntas, eftersom denna påtagligt kan förändra statsskuldens sammansättning. En överföring kommer huvudsakligen att bestå av nominella obligationer, och möjligen vissa realobligationer, vilket gör att valutaandelen i den redovisade statsskulden skulle öka påtagligt. Det gör att riktlinjer för statsskuldens sammansättning kan behöva omprövas när beslut om överföringens storlek och sammansättning fattats.

Följaktligen bör riktlinjerna inledningsvis utformas så att de anger *önskade rörelseriktningar*, i första hand avseende skuldens fördelning mellan nominell kronupplåning, real upplåning respektive valutalån, samt dess räntebindningstid och förfalloprofil. Kontoret skisserar i detta avsnitt huvuddragen i sådana riktlinjer. Utgångspunkten tas i målet om långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk. De övervägande som föranleds av hänsynen till penningpolitikens krav behandlas i avsnitt 4.5.

4.2 Skuldens sammansättning

4.2.1 Nominell kronskuld

Nominella kronkulder (eller, mer generellt, nominella lån i inhemsk valuta) svarar för huvuddelen av statens upplåning. Nominella lån är det helt dominerande instrumentet på världens penning- och obligationsmarknader och torde så förbli under överskådlig framtid. Det betyder att förutsättningarna för att skapa djup och likviditet är särskilt goda i sådana marknader, faktorer som sänker lånekostnaderna. Som dominerande aktör har kontoret möjlighet och ansvar för att genom marknadsvård tillvarata dessa förutsättningar att sänka lånekostnaderna och minska refinansieringsriskerna för staten. Eftersom förutsättningarna för kostnadseffektiv upplåning därigenom är särskilt goda, bör nominella obligationer svara för huvuddelen av statsskulden.

Från risksynpunkt innebär långfristig nominell upplåning att de nominella räntekostnaderna låses. Denna låneform har således låg nominell risk. Kortfristig nominell upplåning, å andra sidan, skapar hög risk i nominella termer. Lånen måste sättas om ofta och korta räntor varierar normalt sett mer än långa, inte minst till följd av penningpolitiska åtgärder i syfte att

stabilisera inflationen på låg nivå. Om målet vore att minimera de nominella riskerna, borde således andelen lång nominell upplåning vara stor. Med ett kostnadsminimeringsmål blir dock avvägningen annorlunda, eftersom det finns skäl att anta att lång upplåning genomsnittligt är dyrare än kort. Kontoret återkommer till valet av löptid i avsnitt 4.3.

4.2.2 Real upplåning

De förväntade kostnaderna för real upplåning kan på principiella grunder antas vara lägre än för motsvarande nominell upplåning eftersom investerare torde vara villiga att betala en premie för skydd mot inflationsosäkerhet. Avkastningskravet är i så fall lägre på reala än på nominella lån. Staten kan således förväntas låna billigare genom att ta över inflationsrisk från allmänheten. I den mån real upplåning påverkar förtroendet för inflationsmålet, genom att staten visar sig villig att ta på sig inflationsrisk, kan den också sänka kostnaderna för att ge ut långa nominella obligationer.

Med utgångspunkt i ett nominellt riskmått är real upplåning uppenbarligen riskfylld, eftersom den framtida inflationstakten är osäker. Lång realupplåning liknar från risksynpunkt lång nominell upplåning med variabel kupong. Båda har låg refinansieringsrisk samtidigt som den nominella räntekostnaden varierar från period till period beroende på inflationsutfall respektive rörelser i den korta räntan. Sambandet mellan inflation och korta räntor beror i sin tur på penningpolitiken. Penningpolitik med prisstabilitet som mål bygger på att centralbanken höjer korträntorna då inflationstakten förväntas stiga och sänker dem då den framtida inflationen synes vara på väg ner. Om centralbanken lyckas hålla den faktiska inflationstakten stabil, kommer kostnaden för realupplåning att vara stabil, också mätt i nominella termer, medan kostnaderna för kort nominell upplåning kommer att variera över konjunkturcykeln, allteftersom penningpolitiken läggs om i kontraktiv respektive expansiv riktning. Om penningpolitiken reagerar på faktisk inflation, snarare än preventivt, kommer korträntorna att vara korrelerade med inflationen, dvs. de nominella räntekostnaderna för reallån kommer att variera på ungefär samma sätt som korta nominalräntor. Följaktligen har reallån, genom att vara direkt kopplade till inflationen, egenskaper som skiljer dem från traditionella låneslag.

Möjligheterna att öka andelen real upplåning begränsas i praktiken av att det är en relativt ny marknad, dit ännu så länge relativt få aktörer hittat. Vidare råder det för närvarande osäkerhet om prissättningen av realobligationer, bl.a. till följd av låg faktisk inflation och diskussion om att KPI kan komma att ersättas av ett mått på underliggande inflation i inflationsmålet. Detta har i sin tur försämrat likviditeten i andrahandsmarknaden, något som höjer placerarnas avkastningskrav och försämrar statens lånevillkor. Detta gör det svårt att ange precisa mål för omfattningen av realupplåningen utan att dessa riskerar att komma i konflikt med kostnadsminimeringsmålet. Kontoret bedömer dock att den senaste tidens problem på realobligationsmarknaden är övergående och att reallån har goda förutsättningar på sikt, särskilt mot bakgrund av växande intresse i omvärlden att etablera sådana marknader, t.ex. i USA och Frankrike. Genom att Sverige har en väl utvecklad marknad bör ökad internationell handel i

dessa instrument kunna gynna svenska realobligationer. Kontoret anser därför att staten bör fortsätta sin satsning på att utveckla marknaden för realobligationer och att riktlinjerna bör ange att andelen reallån bör öka om det kan ske till villkor som uppfyller kravet på kostnadseffektivitet.

4.2.3 Valutaupplåning

Valutaupplåning torde på lång sikt varken vara billigare eller dyrare än kronupplåning på motsvarande löptid. Det finns inte skäl att förutsätta att placerarna även framöver kommer att kräva en premie på kronplaceringar, dvs. att ränteskillnaden mellan Sverige och omvärlden korrigerad för den förväntade förändringstakten i kronans växelkurs alltid måste vara positiv. I och med att osäkerheten om både lånebehovet och svensk inflation minskat under senare år har denna premie också fallit påtagligt. Dock finns det fortfarande en räntedifferens mellan Sverige och omvärlden, vilken gör att räntekostnaderna på lån i utländsk valuta (för given växelkurs) är lägre än för motsvarande kronupplåning.

Mot detta bör vägas att valutaupplåning kan uppfattas som mer riskfylld än kronupplåning. Kostnaderna för lån i andra valutor påverkas av att deras värde i förhållande till kronan kan variera. Delvis är sådan växelkursrisk uttryck för inflationsrisk. I så måtto är skillnaderna från risksynpunkt mellan valutaupplåning och realupplåning inte så stora. Dock tycks växelkurser variera även av andra skäl, dvs. valutaupplåning ger upphov till en riskkomponent som inte har någon motsvarighet i kronupplåning, vare sig den görs i nominella eller reala lån.⁴ Samtidigt erbjuder upplåning i flera valutor diversifiering genom att beroendet av ränteläget i enskilda länder, inklusive Sverige, minskar.

Den helt övervägande delen av den nuvarande valutaskulden tillkom i anslutning till kronförsvaret och den snabba ökningen av lånebehovet 1992-93. Under de närmast följande åren bidrog osäkerhet om statsfinanser och inflation till att lånevillkoren i kronor var oförmånliga. Det kan således sägas ha varit motiverat av kostnadsskäl att ta på sig den extra risk som valutaupplåning innebär. Skillnaderna i räntevillkor har, som nämndes ovan, minskat påtagligt. Med hänsyn till avvägningen mellan kostnad och risk finns det således skäl att på nytt minska valutaskulden.

Frågan om valutalåneandelen har även mer kvalitativa aspekter. Valutaupplåning är ett flexibelt instrument, vilket illustreras av Sveriges erfarenheter i början av 1990-talet. Sådan flexibilitet förutsätter dock att valutaskulden inte är alltför stor i utgångsläget. En minskning av valutaskulden skulle således vidga det statskuldspolitiska handlingsutrymmet för det fall att en störning plötsligt skulle öka lånebehovet. Valutaskuldens storlek kan också tänkas påverka placerarnas bedömning av hur känsliga svenska statsfinanser är för störningar som påverkar kronans värde.⁵ I det samman-

⁴ Risken för kraftiga svängningar i enskilda valutors värde kan reduceras genom att staten lånar i flera valutor vilkas inbördes växelkurser inte är perfekt korrelerade, dvs. genom att valutaupplåningen (som hittills) fördelas med hjälp av ett riktmärke där flera valutor ingår.

⁵ Det kan noteras att detta är omvändningen av det resonemang som leder till slutsatsen att stor valutaskuld ökar trovärdigheten genom att det blir dyrare för staten att föra en politik

hanget kan det noteras att Sverige har en avsevärt större andel valutaskuld än t.ex. flertalet andra EU-länder (redan innan hänsyn tagits till att euro-valutor i många av dessa blir inhemsk valuta vid årsskiftet). En gradvis neddragning av valutaskulden vore även förenlig med ambitioner att slå vakt om likviditeten i kronobligationsmarknaden och att öka upplåningen i realobligationer inom ramen för en oförändrad eller krympande total statsskuld.

Målet bör dock inte vara att avveckla valutaskulden. Viss valutaupplåning kan även på lång sikt bidra till att reducera riskerna. Det är, som nämnts, ändamålsenligt att ha tillgång till flera finansieringskällor, om upplåning på den inhemska marknaden under någon period skulle framstå som särskilt kostsam. Fortsatt närvaro på valutalånemarknaderna kan bredda investerarbaser och därigenom minska risken för refinansieringsproblem. De investerare som staten når genom valutaupplåning kan också lockas att investera i kronobligationer, vilket gör att valutaupplåning kan fungera som ett medel för att effektivisera den inhemska marknaden.

Sammantaget leder detta Riksgäldskontoret till slutsatsen att amorteringarna på skulden i utländsk valuta, som inletts under med en återbetalning på motsvarande 25 miljarder kronor under 1998, bör fortsätta. Eftersom valutaupplåningen – till skillnad från realupplåningen – direkt kan styras, kan förslaget här preciseras närmare. Kontoret bedömer att återbetalning i en takt på 15–35 miljarder kr per år under de närmaste tre åren är lämplig. En sådan minskningstakt torde inte innebära att staten riskerar att hamna under den andel valutaskuld som kan förväntas vara önskvärd på sikt. Den torde heller inte ge upphov till några anpassningsproblem i de finansiella marknaderna. Givet Riksgäldskontorets prognos av lånebehov för 1999, som pekar på ett överskott på 30–40 miljarder kronor, innebär förslaget att amorteringen på valutaskulden nästa år skulle rymmas inom det samlade överskottet i statsfinanserna.

Under de senaste åren har kontoret täckt en betydande andel av bruttolånebehovet i utländsk valuta genom att låna i kronor för att sedan skaffa sig den önskade valutaexponeringen via kron/valutaswappar. Detta har gett lägre upplåningskostnader än direkt valutaupplåning. Kontoret bedömer att detta alternativ även framgent kommer att kunna täcka en del av bruttolånebehovet i utländsk valuta. Samtidigt ökar denna upplåningsform beroendet av den inhemska marknaden. Av de skäl som nämndes ovan bör därför staten även fortsätta att låna direkt på utländska marknader. Riktlinjerna bör dock formuleras i termer av statens valutaexponering. Avvägningarna mellan indirekt och direkt valutaupplåning bör kunna anpassas till aktuella marknadsförhållanden och lånevillkor. Riksgäldskontoret föreslår därför inga riktlinjer för valutaskuldens fördelning mellan direkt och indirekt valutaupplåning.

Det bör noteras att synen på valutaupplåning i det föregående resonemanget bygger på antagandet att Sverige står utanför den europeiska valutaunionen. Det innebär bl.a. att euro betraktas som en utländsk valuta bland

som skadar trovärdigheten. Vilken mekanism som är starkast torde bl.a. bero på vilka typer av störningar som är aktuella. Ytterst är detta en empirisk fråga.

andra och är förknippad med kvalitativt sett samma risker som andra valutor. Vid ett eventuellt inträde i valutaunionen ändras statsskuldportföljens sammansättning drastiskt. Kronskulden övergår då till euro, samtidigt som den från risksynpunkt smälter samman med den del av valutaskulden som är finansierad i euro. Med nuvarande statsskuldportfölj skulle i så fall andelen valutaskuld minska till ca 6 procent (under förutsättning att även pundet bytts ut mot euro).

Ändringen av valutalåneandelen är emellertid bara en effekt av ett eventuellt framtida EMU-inträde. Villkoren för statsskuldförvaltningen skulle även i andra hänseenden förändras så radikalt att det skulle vara nödvändigt att se över riktlinjerna och principerna för kontorets upplåning. Kontoret har dock inte funnit anledning att i förslaget till riktlinjer för 1999 närmare gå in på dessa frågor.

4.3 Skuldens löptid

4.3.1 Utgångspunkter

Skuldens löptid kan sägas ha två dimensioner. Den ena rör räntebindningstiden och avgör hur snabbt lånevillkoren påverkas av ändringar i de aktuella marknadsräntorna. Kort räntebindningstid innebär stor risk för variationer i de framtida räntekostnaderna. Den andra dimensionen har att göra med skuldens förfalloprofil. Stora förfall på kort tid innebär stor refinansieringsrisk, dels genom att de aktuella räntevillkoren kan vara oförmånliga, dels genom att det i extrema fall kan vara svårt att över huvud taget omsätta de lån som förfaller. De två dimensionerna är kopplade i så måtto att stora nära förestående förfall innebär kort räntebindningstid. Däremot gäller inte det omvända. Det beror på att i princip kan lånetid och räntebindningstid styras separat. Det kan ske genom emission av långa obligationer med kupongbetalningar kopplade till den gällande korta räntan, s.k. floating rate notes, och genom räntederivatinstrument, t.ex. ränteswappar som innefattar byten mellan fasta och rörliga räntebetalningar. Med hänsyn till statsskuldens storlek är dock besluten om lånetid och löptid i statens fall nära kopplade.

För att fånga båda dessa dimensioner är det lämpligt att arbeta med två slags riktmärken som styrmedel av löptiden på statsskulden. Det ena bör vara *den genomsnittliga räntebindningstiden*.⁶ Den påverkar framför allt den förväntade kostnaden, men även den genomsnittliga takt i vilken ändringar i marknadsräntorna slår igenom på kostnaderna. För att fånga refinansieringsriskerna bör det dessutom anges *gränser för högsta tillåtna andel förfall* under givna tidsperioder. De båda riktmärkena är kompletterande. Om man bara har en gräns för högst tillåtna förfall, sätts ingen övre

⁶ Måttet bör även beakta kupongbetalningar. Det gör att en obligation med hög kupong har kortare räntebindningstid än t.ex. en nollkupongobligation med samma förfallotidpunkt. Det vore tänkbart att ange räntebindningstiden i termer av duration. Skillnaden ligger främst i att durationen påverkas av ränteläget genom att den mäter nuvärdet av framtida betalningar. Det beror i sin tur på att duration är kopplat till marknadsvärdet. Med hänsyn till att syftet här inte är att begränsa marknadsvärderisken framstår dock vägd räntebindningstid som ett mer ändamålsenligt mått, bl.a. därför att ändrade marknadsräntor inte behöver föranleda justeringar i portföljen.

gräns för räntebindningstiden. Det betyder, av skäl som utvecklas nedan, att riktmärket endast begränsar risken, utan hänsyn till förväntade kostnader. Det vore tänkbart att även ange en minsta andel förfall, men enligt kontorets bedömning är den metoden trubbigare och mer komplicerad än ett riktmärke för räntebindningstiden.

I ett system med övergripande riktlinjer kan det framstå som önskvärt att hitta ett mått för räntebindningstiden för skulden som helhet. Egenskaperna från både kostnads- och risksynpunkt hos nominella respektive reala lån är, av skäl som utvecklas i det följande, emellertid så olika att en sammanvägning vore missvisande. Kontoret behandlar därför nominella lån och valutalån respektive reala lån för sig.

4.3.2 Räntebindningstid för nominella lån och valutalån

Valet av räntebindningstid bör, som lagen stipulerar, styras av en avvägning mellan förväntad kostnad och risk. Kostnadsminimering torde för nominella lån, både i kronor och utländsk valuta, innebära en tonvikt på upplåning med kort räntebindning, eftersom nominella avkastningskurvor, sett över längre perioder, i genomsnitt har positiv lutning. Till bilden hör dock också att korta räntor vanligen varierar mer än långa. Med hänsyn till att förvaltningen även skall beakta risker bör därför räntebindningen vara längre än vad som (sannolikt) motsvarar lägsta möjliga förväntade kostnad.⁷

På motsvarande sätt som för valutaskulden finns det anledning att beakta internationella förhållanden, eftersom det kan finnas kostnader med att avvika alltför kraftigt från andra jämförbara länder. Det kan då konstateras att den genomsnittliga räntebindningstiden för kron- och valutaportföljerna i Sverige, som enligt nuvarande låneplaner beräknas komma att uppgå till 3,5 år vid slutet av 1998, t.ex. är kortare än genomsnittet bland EU-länderna.⁸ Det bör dock noteras att flera länder som traditionellt haft lång upplåning är i färd med att förkorta räntebindningstiden, bl.a. med hänvisning till de kostnadsfördelar som kontoret pekat på ovan.

Argumentet för att förkortning av skulden sänker kostnaderna är grundat på långsiktiga egenskaper hos avkastningskurvor, nämligen att de över längre perioder i genomsnitt har positiv lutning. Det kan noteras att avkastningskurvorna i flertalet relevanta marknader för närvarande är flackare än vad som motsvarar genomsnittet över längre perioder, dvs. utbytet av att förkorta löptiden är för närvarande relativt litet. Detta illustrerar att det finns skäl att lämna utrymme för mer taktiska avvägningar inom ramen för riktlinjerna.

⁷ De empiriska resultaten avseende egenskaperna hos avkastningskurvor gäller länder med stabil inflation. Dessa får förutsättas vara mer relevanta för att bedöma hur den svenska avkastningskurvan kommer att bete sig framöver än studier på svenska data som omfattar tiden med trovärdighetsproblem, då återkommande kraftiga korträntehöjningar i syfte att knäcka inflationsförväntningar gett avkastningskurvorna negativ lutning.

⁸ För valutaskulden är bindningstiden ca 2,2 år och för kronskulden omkring 4,1 år. I alla avseenden jämförbara tal för övriga EU-länder är svåra att uppbringa. Bedömningen i texten bygger på uppgifter i EMI:s konvergensrapport från mars 1998.

Var balanspunkten mellan dessa avvägningar ligger går inte att säga med någon exakthet. Enligt kontorets bedömning finns det, bl.a. med hänvisning till de kostnadsargument som redovisats ovan, skäl att på lång sikt förkorta räntebindningstiden. När och i vilken takt en sådan förändring bör genomföras beror bl.a. på de tidigare nämnda taktiska avvägningarna. Det finns därför skäl att föreslå ett relativt brett intervall.

Mot denna bakgrund föreslår kontoret ett riktmärke för räntebindningstiden för kron- och valutaskulden tillsammans på 3,4 år med ett intervall på $\pm 0,4$ år, dvs. mellan 3 och 3,8 år. Intervallet är därmed i princip neutralt i förhållande till utgångsläget, dvs. det finns utrymme för en förkortning likaväl som för en förlängning av räntebindningstiden. Det bör betonas att eventuella anpassningar av räntebindningstiden sker med betydande tröghet till följd av skuldens storlek i förhållande till nyupplåningen och begränsningarna i de skuldskötselåtgärder som kan vidtas på kronmarknaden. Eventuella förändringar kommer således att ske gradvis.

Räntebindningstiden styr hur snabbt en ändring i ränteläget slår i genom på räntekostnaderna. En grov uppskattning av effekten av att ändra räntebindningstid inom det föreslagna intervallet ger vid handen att en uppgång i räntorna med en procentenhet över hela avkastningskurvan (och i alla valutor) vid nuvarande lånestock höjer räntekostnaderna under ett år med närmare 0,4 miljarder mer om räntebindningstiden är 3 år än om den är 3,5 år.⁹ Effekten är symmetrisk, dvs. en förlängning skulle leda till en motsvarande fördröjning av genomslaget. Även om beräkningarna är överslagsmässiga indikerar de att effekten på statsfinansernas genomsnittliga räntekänslighet av en förändring av räntebindningstiden inom det föreslagna intervallet är liten.

4.3.3 Räntebindningstid för reala lån

Beträffande nominella avkastningskurvor konstaterades ovan att de över längre perioder kan antas ha i genomsnitt positiv lutning och att förkortning av räntebindningstiden därför bör sänka de förväntade kostnaderna. Empiriska kunskaper om egenskaperna hos reala avkastningskurvor är betydligt sämre. På principiella grunder finns det dock anledning tro att de förväntade lånekostnaderna är lägre för långa realobligationer än för korta. Den bedömningen grundar sig på att realobligationer har karaktären av försäkringar mot inflationschocker. Osäkerheten om inflationstakten är större ju längre placeringshorisonten är, vilket talar för att staten, i egenskap av försäkringsgivare, kan ta ut en högre försäkringspremie – erbjuda lägre förväntad avkastning – ju längre realobligationer den ger ut.

Argumentet kan också formuleras som att på de allra kortaste löptiderna är skillnaden mellan nominella och reala obligationer inte så stor. Det finns

⁹ Om skulden i kronor och valuta antas vara 1300 miljarder, lånebehovet noll och förfalloprofilen jämn, blir finansieringsbehovet 185 miljarder per år vid 3,5 års räntebindning och 217 miljarder per år vid 3 år. I praktiken är förfalloprofilen betydligt skevare, med större förfall på kort sikt till följd av växelupplåningen, men exemplet ger ändå en bild av vad en förkortning med ett halvår kan innebära för den genomsnittliga genomslaget. Förfalloprofilen diskuteras nedan.

därmed normalt ingen anledning för staten att tunna ut likviditeten i den mest effektiva marknaden för att ge ut mindre likvida papper med likartade egenskaper. Följaktligen finns mervärdet för placerarna – och därmed kostnadsfördelarna för staten – främst på långa löptider.

Hur stora fördelarna är påverkade av eventuella likviditetspremier till följd av att placerarna befärrar att det skall vara svårt att finna köpare om de behöver sälja realobligationer. Även om sådana premier finns, är det tänkbart att de är lägre på långa obligationer, eftersom dessa normalt kan antas köpas av placerare som efterfrågar långsiktig försäkring och därför inte värderar likviditet särskilt högt. Följaktligen behöver hänsyn till likviditetspremier inte kullkasta bedömningen att långa realobligationer normalt ger lägre förväntade kostnader.

Även i detta fall bör risken beaktas. Det är då uppenbart av det ovan sagda att staten genom att öka räntebindningstiden på realupplåningen ökar risktagandet i nominella termer.

Den genomsnittliga räntebindningstiden på realupplåningen beräknas vara närmare 15 år vid slutet av 1998.¹⁰ Det faktum att realupplåningen är så långfristig kan ses som ett uttryck för att kontoret beaktat det principresonemang som förts ovan. I juni i år introducerade kontoret också en trettioårig realobligation. Samtidigt slutade nyförsäljningen av det kortaste reallånet med förfall 2001.

Enligt kontorets bedömning bör realupplåningen även fortsättningsvis inriktas på långa löptider. Det skulle emellertid krävas stora emissionsvolymmer framöver för att förlänga den genomsnittliga räntebindningstiden, eftersom den utestående stocken samtidigt kommer närmare förfall. I kombination med den tidigare diskuterade osäkerheten om marknadsförutsättningarna gör detta att det är svårt att ange riktlinjer för realportföljen i termer av räntebindningstid. Därmed är det också svårt att bedöma hur statens riskexponering påverkas, utöver att konstatera att med hänsyn till reallånens andel av skulden och de begränsade förändringar i räntebindningstiden som torde bli aktuella kan effekterna förutsättas vara små.

Mot denna bakgrund föreslår kontoret att riktlinjerna formuleras i kvalitativa termer som att kontoret bör inrikta sig på att i första hand emittera realobligationer med lång räntebindningstid, förslagsvis tio år eller längre. Precis som beträffande målet att öka andelen reallån bör reservationen göras att detta bara bör ske om lånevillkoren är förenliga med kostnadsminimeringsmålet.

4.3.4 Förfalloprofil

En viss genomsnittlig räntebindningstid kan uppnås på otaliga sätt, inklusive att skulden koncentreras till en eller ett par löptider. Ett sådant mått begränsar därmed i princip inte refinansieringsrisken. I praktiken finns det

¹⁰ Här avses bindningstiden för den reala räntan. I sammanvägningen bygger beräkningen av det nominella belopp som skall återbetalas vid olika tidpunkter på antagandet om 2 procents inflation per år under återstående löptid.

andra restriktioner på statsskuldshöjningen som gör att skulden varken bör eller kan koncentreras till en eller ett par löptider. Framför allt är det önskvärt av marknadsvårdsskäl att ha en relativt jämn förfalloprofil, eftersom investerarna kan antas vilja ha en komplett avkastningskurva. Det kan trots detta vara lämpligt att i riktlinjerna markera vikten av att kontoret sprider ut refinansieringsbehoven. Följaktligen bör riktlinjerna ange en största andel av skulden som kan tillåtas förfalla under givna tidsperioder. I detta fall bör gränserna avse hela portföljen.

Som noterades ovan kan refinansieringsrisken i praktiken inte hanteras oberoende av räntebindningstiden. Den föreslagna gränsen måste således vara konsistent med riktvärdena för räntebindningstiden. I övrigt är det även i detta fall fråga om att göra en rimlighetsbedömning.

En gräns innebärande att obligationer till ett sammanlagt värde av högst 15 procent av skulden (f.n. motsvarande drygt 200 miljarder kronor) får förfalla under ett enskilt år framstår därvid som förenlig med målet att skapa en jämn och väl avvägd förfalloprofil på lång sikt. För att sätta en fungerande gräns för det totala refinansieringsbehovet på kort sikt måste emellertid även hänsyn tas till att kontoret har behov av att emittera statskuldväxlar för att hantera mer kortsiktiga variationer i likviditetsbehovet och för att jämna ut förfall av obligationer. En växelportfölj behövs också för att uppnå det riktmärke för räntebindningstiden som föreslogs ovan och samtidigt bevara en komplett avkastningskurva ut till tio år.

Växelportföljen är som störst efter byten mot förfallande obligationer, vilka vanligen sker då obligationen har elva månader kvar till förfall. Då uppgår stocken till summan av ett obligationslån och den underliggande, reguljära växelutgivningen. Även om den sistnämnda av hänsyn till refinansieringsrisken kan minskas något under sådana perioder, kan det totala förfallet inom ett år vid enstaka tillfällen, givet övriga restriktioner, behöva uppgå till uppemot 30 procent av skulden.¹¹

Vid en bestående ränteuppgång med en procentenhet över hela avkastningskurvan (i alla valutor) innebär ett förfall på motsvarande 30 procent av skulden med nuvarande statsskuld en ökning av räntekostnaderna det första året med (grovt räknat) 3–3,5 miljarder kronor.¹² Om det därtill finns risk för en ökning i nettolånebehovet, t.ex. till följd av konjunkturella faktorer, tillkommer en nyfinansieringsrisk. Även om den sistnämnda aspekten faller vid sidan av den egentliga statsskuldspolitiken, kan den behöva beaktas vid beslut om var gränsen bör sättas.

Det bör noteras att en helt utjämnad förfalloprofil, t.ex. flera förfall varje månad, förutsätter ett stort antal lån. Det är därmed oförenligt med målet

¹¹ Räknat från den 31 augusti 1998 och tolv månader framåt uppgår förfallen till totalt ca 340 miljarder kronor, vilket motsvarar närmare 25 procent av skulden.

¹² Med en skuld på 1400 miljarder innebär 30 procent att 420 miljarder förfaller under de kommande tolv månaderna. Om hela beloppet skulle förfalla direkt efter den antagna ränteuppgången, ökar kostnaderna med 4,2 miljarder kronor över en tolv månadersperiod. Mer sannolikt är att förfallen är fördelade över perioden. Vid en helt jämn fördelning blir kostnaderna 2,1 miljarder högre. Tyngdpunkten i växelportföljen ligger normalt i den kortare delen, varför intervallet 3–3,5 miljarder ger en grov men rimlig uppskattning.

att upprätthålla god likviditet i växel- och obligationsmarknaderna, vilket förutsätter relativt stora och därmed ett begränsat antal lån. Både växel- och obligationsförfall bör således koncentreras i någon grad av marknadsvårdsskäl.

Mot denna bakgrund föreslår kontoret att riktlinjerna för förfalloprofilen skall ange att högst 30 procent av skulden får förfalla inom tolv månader. Det bör noteras att en så hög andel som 30 procent endast torde uppkomma vid enstaka tillfällen och att kontoret bör sträva efter att hålla andelen under 25 procent.

Vidare föreslår kontoret att det anges att högst 15 procent av skulden får förfalla vart och ett av de följande åren. Det kan ifrågasättas om det av riskhänsyn är nödvändigt att begränsa förfallen för löptider överstigande, säg, tre år. Med så lång framförhållning finns det normalt goda möjligheter att med skuldskötselåtgärder (byten, uppköp m.m.) hantera framtida förfall. Å andra sidan kommer det av skuldhanteringsskäl inte att vara aktuellt att lägga en stor andel av skulden i ett mycket långt lån, eftersom det begränsar det framtida emissionsutrymmet på attraktiva löptider, t.ex. fem och tio år. I synnerhet bortom fem år är det således rationellt att ha en nedåtlutande förfalloprofil. Restriktionen är därmed inte bindande annat på relativt kort sikt. Enkelhetsskäl talar därför för att tillämpa samma gräns för alla horisonter bortom tolv månader.

Avslutningsvis bör det även noteras att det följer automatiskt av kontorets lånepolitik på växelmarknaden och metoder för hantering av statens likviditetsportfölj att förfallen även under de närmaste tolv månaderna fördelas ut över flera tidpunkter. Kontoret bedömer därför att någon ytterligare styrning av förfalloprofilen inte är nödvändig.

4.4 Effekter på risknivån i statsskuldförvaltningen

Dessa överväganden pekar sammantaget på att inriktningen bör vara att gradvis minska valutaskuldens andel och att öka andelen realupplåning och dennas räntebindningstid, i den mån detta kan ske till lånevillkor som, med hänsyn till förväntningar om framtida inflation, framstår som förenliga med kostnads målet. Huvuddelen av skulden kommer därmed, som hittills, att finansieras med nominella kronlån. Även vid en god utveckling av reallåne marknaden är de praktiska förutsättningarna på olika delmarknader sådana att nominella lån i inhemsk valuta även på sikt kommer att vara statens viktigaste finansieringsform. Vidare bör den genomsnittliga räntebindningstiden i den nominella skulden på lång sikt förkortas i syfte att sänka de förväntade lånekostnaderna.

Bedömningen av hur dessa förändringar sammantaget påverkar riskerna i statsskuldportföljen kan på detta stadium endast göras i grova, kvalitativa termer. Det kan då konstateras att valutakursriskerna minskar, samtidigt som ränterisken kopplad till beroendet av villkoren för nyupplåning ökar i den mån räntebindningstiden förkortas. Ökad realupplåning höjer inflationsrisken, men minskar känsligheten för ändringar i inflationsförväntningarna. Beträktat på detta förenklade sätt är effekten på risknivån således obestämmd.

Enligt kontorets bedömning vore en viss ökning av risknivån rimlig, självklart i utbyte mot lägre förväntade kostnader. Avsikten med det presenterade förslaget är följaktligen att åstadkomma en sådan förskjutning. I denna inledande fas av arbetet att utveckla det nya styrsystemet för statsskuldsvärdningen saknas redskap för att kvantitativt bedöma om så är fallet. Riksgäldskontoret har i samråd med extern expertis påbörjat arbetet med att utveckla kvantitativa analys hjälpmedel för att stegvis förbättra underlaget för kommande års riktlinjebeslut.

Riksgäldskontoret anser vidare att de föreslagna riktlinjerna minskar vissa risker av mer kvalitativ natur. Bland annat bör amortering av valutaskulden ge större marginaler vid en störning som gör att finansieringsbehoven ökar. Fortsatt satsning på realobligationsmarknaden, inte minst i riktning mot en internationalisering, bedöms också bidra till att vidga upplåningsbasen.

4.5 Penningpolitiska hänsyn

De föregående resonemangen har förts med utgångspunkt i det överordnade målet om kostnadsminimering med beaktande av risk. Lagen stipulerar därtill att statsskuldspolitikerna skall föras inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

En aspekt är därvid att statsskuldspolitikerna kan tänkas förbättra tilltron till prisstabilitetsmålet, t.ex. om staten lånar på ett sådant sätt att kostnaderna för statsskulden blir högre om inflationsmålet inte uppnås. I propositionen framhåller regeringen dock att andra faktorer har större betydelse för inflationsmålets trovärdighet. Om man ändå vill beakta de tänkbara kopplingarna mellan statsskuldportföljen och trovärdighetsmålet, kan det konstateras att det finns motverkande effekter i de föreslagna riktlinjerna. En förkortning av räntebindningstiden på den nominella skulden och den fortsatta satsningen på real upplåning minskar möjligheterna att urholka skuldens reala värde via inflation, vilket skulle höja trovärdigheten. Amortering av valutaskulden verkar i motsatt riktning. Möjligen kan det sägas att den eftersträfvade ökningen av andelen realobligationer i utbyte mot valutaskuld bör stärka tilltron till att staten vill stödja inflationsmålet, eftersom reallån är direkt kopplade till inflationstakten medan valutalån även påverkas av andra faktorer.¹³ Från den synpunkten är det möjligt att hävda att förslaget, tolkat i dessa termer, marginellt skulle bidra till att främja trovärdigheten.

I propositionen anges vidare att statsskuldspolitikerna inte bör försvåra penningpolitikens genomförande. I och med att Riksgäldskontoret numera sköter statens likviditetsförvaltning utanför Riksbanken och Riksbanken styr dagslåneräntorna med egna instrument finns det inte längre några operativa kopplingar mellan de båda politikområdena vad beträffar transaktioner i kronor. Riksgäldskontorets valutatransaktioner genomförs dock uteslutande via Riksbanken. Den valda tekniska lösningen bidrar till att skapa en koppling mellan valutaupplåningen och Riksbankens transaktio-

¹³ En analys av detta slag har motiverat Nya Zeeland att dra ner sin valutaskuld för att i stället satsa på realobligationer.

ner på valutamarknaden. Principerna för kontorets valutahantering är föremål för beredning i annat sammanhang, varför kontoret inte vidare kommenterar dessa aspekter här. Kontoret ser dock inga skäl till att de föreslagna riktlinjerna skulle försvåra penningpolitikens genomförande, i meningen att Riksbankens operativa förutsättningar skulle försämrats.

När statens valutaupplåning diskuteras väcks ofta frågan i vad mån de valutatransaktioner som dessa ger upphov till påverkar kronkursen. Principiellt är det samma fråga som om växelkursen påverkas av centralbankens steriliserade interventioner i valutamarknaden. I den mån effekter av steriliserade interventioner kunnat identifieras i empiriska studier har de kopplats till att interventioner av placerarna antas ge ny information om i första hand kommande penningpolitiska åtgärder, s.k. signaleffekter. Det är således inte interventionernas storlek (om något) som har betydelse utan hur och av vem de görs.

Tillämpat på Riksgäldskontorets valutatransaktioner pekar dessa resultat på att en gradvis och i förväg annonserad förändring av statens valutaskuld inte bör ha nämnvärda effekter på kronkursen. Det gäller särskilt om den genomförs av en självständig myndighet utan koppling till centralbanken, som därmed inte kan antas ha någon information om kommande penningpolitiska åtgärder. Enligt kontorets bedömning är den koppling som ofta görs mellan statens valutatransaktioner och kronkursen således svår att sakligt motivera.

Enligt kontorets uppfattning vore det också av andra skäl olämpligt med en ordning som innebär att valutaupplåningen varierar från period till period beroende på valutapolitiska hänsyn. Dels skapar det oklarhet om möjligheterna att planera och utvärdera statsskuldförvaltningen med utgångspunkt i målet om långsiktig kostnadsminimering. Dels innebär det att statens valutaupplåning används som ett substitut för interventioner från centralbankens sida. Det kan skapa oklarhet om gränsdragningarna mellan statsskuldspolitiken respektive penning- och valutapolitiken, vilket även kan påverka bilden av Riksbankens ställning.

I det sammanhanget är det väsentligt att peka på bestämmelsen i 1 § första stycket 4. i lagen om statens upplåning om att Riksgäldskontoret får ta upp lån för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv. Det ger Riksbanken möjlighet att via Riksgäldskontoret, oberoende av den reguljära valutaupplåning kontoret bedriver för att finansiera statens utgifter, låna upp den valuta som banken bedömer att den behöver för att uppnå sina mål inom penning- och valutapolitiken, t.ex. för interventioner i valutamarknaden. Av 1 § andra stycket framgår att huvudregeln är att Riksbanken bär det fulla kostnadsansvaret för sådan upplåning. Att kostnaderna (och därmed de eventuella riskerna) bärs av Riksbanken gör i sin tur att möjligheterna att utvärdera statsskuldförvaltningen inte påverkas av eventuell upplåning för valutapolitiska ändamål. Denna princip synes också stämma väl överens med Riksbankens lagfästa oberoende genom att befogenheter och kostnadsansvar följs åt. Det finns således bestämmelser i lagen som direkt tar fasta på Riksbankens eventuella behov av valutareserv. Följaktligen bör sådana hänsyn inte behöva ges särskild vikt vid utformningen av

riktlinjer för förvaltningen av den del av statsskulden som används för att finansiera statens utgifter.

Mot denna bakgrund gör Riksgäldskontoret den samlade bedömningen att de föreslagna riktlinjerna är väl förenliga med regeln att statsskuldsvärvaltningen skall föras inom ramen för de krav penningpolitiken ställer.

5. Operativa riktlinjer

I propositionen sägs att regeringen anser att Riksgäldskontorets styrelse skall ansvara för att de övergripande mål och riktlinjer som ges för statsskuldsvärvaltningen omsätts i operativa riktlinjer och delmål. Det överensstämmer med den ordning som hittills har gällt. För fullständighetens skull redovisar kontoret i detta avsnitt några huvuddrag i det operativa styrsystem som styrelsen avser att lägga fast på grundval av de övergripande riktlinjerna.

Givet att de övergripande riktlinjerna, i enlighet med kontorets förslag, anger i grova drag hur skulden bör fördelas mellan nominell upplåning, real upplåning och valutaupplåning är det logiskt att bryta ner dessa i operativa riktlinjer för de tre delpportföljerna. Riksgäldskontoret avser att göra detta dels med hjälp av riktmärkesportföljer, dels genom enklare riktmärken för räntebindingstiden i delpportföljerna. För att kunna tillvarata den flexibilitet som de övergripande riktlinjerna skapar bör riktmärkena för delpportföljerna vara länkade och beslut om att exempelvis förlänga räntebindingstiden (inom ramen för det gällande riktmärket) för en delpportfölj avvägas mot räntebindingstiden i den övriga skulden.

För närvarande finns riktmärkesportföljer för valutaupplåning och för den nominella kronupplåningen, utan inbördes koppling. Den förstnämnda fungerar både som styrmedel avseende valutafördelning och räntebindingstid (duration) och som utvärderingsinstrument. Kronupplåningen däremot styrs primärt av ett mått på genomsnittlig räntebindingstid. Av skäl som redovisas utförligt i STUP, bl.a. att riktmärket i så hög grad påverkas av kontorets agerande, ger beräkningar av resultatet på basis av jämförelser med riktmärkesportföljen, inte ett tillförlitligt underlag för utvärdering av statsskuldsvärvaltningen. Utredningen redovisar dock inget konkret alternativ.

Framgent avser Riksgäldskontoret att för valutaupplåningen, som hittills, använda en riktmärkesportfölj för styrning och utvärdering. Den nominella kronupplåningen bör styras av ett riktmärke för den genomsnittliga räntebindingstiden. De operativa riktlinjerna bör ange ett riktvärde för räntebindingstiden med ett intervall inom vilket denna kan röra sig. Detsamma bör i princip gälla för reallånen, men svårigheterna för kontoret att på kort sikt styra realupplåningen gör att det är tveksamt om ett sådant riktmärke är praktiskt tillämpligt på nuvarande stadium. Ytterligare analys krävs för att ta fram förslag till bättre utvärderingsinstrument för kron- och realupplåningen.

6. Metoder för utvärdering av statsskuldsvärvaltningen

Utvärdering är ett centralt element i det nya styrsystemet för statsskuldsförvaltningen. Kontoret skall årligen till regeringen ge underlag för utvärdering av förvaltningen och regeringen skall i sin tur rapportera till riksdagen. I de föregående avsnitten har kontoret i första hand behandlat riktlinjernas roll som styrinstrument, t.ex. för att begränsa riskerna i statsskuldsförvaltningen. För att riktlinjer skall kunna fungera som bas för utvärdering ställs högre krav. Utvärdering förutsätter en måttstock, som är oberoende av den eller det som skall utvärderas. I flera fall är det emellertid inom statsskuldsförvaltningen svårt att peka på måttstockar som uppfyller detta krav.¹⁴ I detta avsnitt pekar kontoret på några utgångspunkter för utformningen av utvärderingsmetoderna. Det finns här på nytt anledning att betona att tankarna är preliminära.

För kontorets förvaltning kan ett av regeringen fastlagt riktmärke med andelar för respektive delpportfölj samt tillåtna avvikelser från dessa vara en möjlig utgångspunkt för utvärdering. Det går sedan att på konventionellt sätt beräkna den fiktiva kostnaden för upplåning enligt riktmärket och jämföra denna med den faktiska kostnaden. Detta ger ett mått på om avvikelser från riktmärket lett till minskade eller ökade kostnader.¹⁵ Kontoret tar risk i den mån den faktiska skulden avviker från riktmärket. Det är således fråga om *relativ risk*. Mätningar av kostnaderna i efterhand visar om dessa blivit större eller mindre än för riktmärket, dvs. de avser *relativa kostnader*. För utvärdering av Riksgäldskontorets förvaltning kan sådana relativa bedömningar tänkas vara tillfyllest.

Av propositionen framgår dock att regeringen vill vidga perspektivet till att även omfatta *utvärdering av de övergripande riktlinjerna*: ”Skrivelsen [till riksdagen] bör således möjliggöra inte bara att Riksgäldskontorets verksamhet utvärderas, utan även att de beslut rörande statsskuldsförvaltningen som regeringen ansvarar för kan utvärderas.” (s. 27–28). Följaktligen bör en metod med vars hjälp resultatet av regeringens beslut kan mätas tas fram. En tänkbar ansats vore att söka definiera ett överordnat riktmärke och utvärdera regeringens riktlinjer enligt samma principer som beskrivits ovan.

Av resonemangen i tidigare avsnitt om svårigheterna att härleda riktlinjer följer emellertid också att det inte finns något enkelt och entydigt svar på frågan hur ett sådant överordnat riktmärke bör se ut. Det torde också vara svårt att motivera avvikelser från ett på allmänna bedömningar grundat riktmärke, dvs. de faktiska riktlinjerna borde normalt överensstämma med det överordnade riktmärket. Därmed finns det heller inget utrymme för relativ utvärdering. I praktiken måste därför någon annan och enklare ansats tillgripas.

Den enklaste metoden torde vara att, i vart fall under en inledande fas, låta utvärderingen bygga på att bedöma om de förändringar i skuldsammansättning som skett till följd av de angivna riktlinjerna lett till minskade kost-

¹⁴ Förutsättningarna för att använda riktmärkesportföljer för statsskuldsförvaltningen diskuteras i avsnitt 6.2 i STUP.

¹⁵ För resonemangets skull bortses från de ovan nämnda svårigheterna att tillämpa denna metod på kron- och realobligationer.

nader eller ej. Utgångspunkten skulle i så fall tas i *den faktiska sammansättning* av skulden vid den tidpunkt då det nya styrsystemet börjar gälla. Utvärderingen skulle därmed avse hur de av regeringen beslutade förändringarna påverkat kostnader (med beaktande av risk) jämfört med om portföljen haft samma sammansättning som i utgångsläget. Denna ansats beaktar den tröghet med vilken statsskuldens sammansättning kan förändras och som gör att det kommer att ta tid innan den faktiska skulden får en utifrån den nya målformuleringen önskvärd sammansättning.

Vidare kan utvärdering gentemot alternativa lånestrategier inom ramen för simuleringsmodeller som fångar upp förväntade kostnader och risker, i enlighet med vad som sägs i propositionen, vara ett sätt att i efterhand bedöma om regeringens beslut lett till att målet för statsskuldshöjningen uppnåtts. Samma metoder bör kunna tillämpas på kontorets förvaltning. Sådana jämförelser, framtagna med hjälp av simuleringar eller på annat sätt, ger underlag för att diskutera det resultat som uppnåtts och varför det eventuellt avviker från de förväntningar som fanns när beslutet fattades.

På så sätt kommer diskussionen om statsskuldspolitik att föras i de termer som lagstiftaren åsyftar, trots att det inte går att avgöra om kostnaderna för statsskulden minimerats i matematisk bemärkelse. På sikt bör det också, som regeringen skriver i propositionen, finnas förutsättningar att via de återkommande utvärderingarna och de återkopplingar som dessa ger stegvis utveckla metoderna och analysredskapen.

Beslut i detta ärende har fattats av Riksgäldskontorets styrelse. I den slutliga handläggningen har även överdirektören Ingrid Bonde, avdelningschefen Christine Holm, skuldförvaltningschefen Bengt Rådham och upplåningschefen Erik Thedéen deltagit. Föredragande har varit chefekonomen Lars Hörngren.

Thomas Franzén

Lars Hörngren