

# Statsskuldens förvaltning - förslag till riktlinjer



# Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer

## Innehållsförteckning

<b>Sammanfattning .....</b>	<b>2</b>
<b>1 Inledning .....</b>	<b>4</b>
<b>2 Utgångspunkter för förslaget .....</b>	<b>4</b>
2.1 Inledning .....	4
2.2 Kostnads- och riskmått.....	4
2.3 Hittillsvarande analyser och slutsatser .....	5
2.4 Prioriteringar i arbetet med årets riktlinjeförslag.....	6
<b>3 Realobligationers inverkan på kostnader och risker – kvalitativa aspekter .....</b>	<b>7</b>
3.1 Inledning .....	7
3.2 Utgångspunkter .....	7
3.3 Jämförelse med lång nominell skuld .....	8
3.4 Jämförelse med kort nominell skuld .....	10
3.5 Jämförelse med valutaskuld.....	11
3.6 Statsskuldens löptid .....	11
3.7 Summering.....	12
<b>4 Kvantitativ analys av statsskuldens sammansättning.....</b>	<b>13</b>
4.1 Bakgrund och förutsättningar .....	13
4.2 Riksgäldskontorets simuleringsmodell.....	14
4.3 Resultat .....	17
4.4 Sammanfattning och slutsatser .....	25
<b>5 Realobligationer i praktiken.....</b>	<b>26</b>
5.1 Utgångspunkter .....	26
5.2 Realobligationsmarknadens förutsättningar.....	27
5.3 Diversifiering kontra effektiv upplåning .....	29
5.4 Bör reallånemarknaden vårdas även när lånevillkoren är oförmånliga?29	
5.5 Marknadsvårdsstrategi för realobligationer.....	30
5.6 Slutsatser.....	31
<b>6 Förslag till riktlinjer.....</b>	<b>32</b>
6.1 Inledning .....	32
6.2 Valutaskulden .....	33
6.3 Realskulden .....	41
6.4 Nominella kronskulden.....	43
6.5 Löptid .....	43
6.6 Förfalloprofil .....	45
<b>7 Utvärderingsfrågor .....</b>	<b>46</b>
7.1 Bakgrund .....	46
7.2 Realupplåningen.....	47
7.3 Hanteringen av valutamandatet .....	48
7.4 Den operativa hanteringen av valutaväxlingarna .....	49
7.5 Valet av riktmärkesportfölj för valutaskulden .....	49

## Sammanfattning

I denna promemoria lämnar Riksgäldskontoret förslag till regeringen om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Utgångspunkten för förslaget är det lagstadgade målet för statsskuldförvaltningen, som är att minimera de långsiktiga kostnaderna, samtidigt som riskerna i förvaltningen och penningpolitikens krav beaktas. Huvudpunkterna i förslaget är:

- Riktvärdet för *valutaskuldens* amortering under 2002 bör vara 25 miljarder kronor. Kontoret bör få avvika från den angivna takten med -25 respektive +10 miljarder kronor. Riktvärdet för amorteringen 2003 och 2004 bör anges till 35 miljarder kronor.
- Andelen *reallån* i statsskulden bör långsiktigt öka. Realupplåningen bör vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag, med beaktande av risk.
- Återstoden av bruttolånebehovet bör täckas genom *nominella kronlån*.
- *Löptiden* (mätt i duration) i den samlade nominella kron- och valutaskulden bör behållas oförändrad på 2,7 år ( $\pm 0,3$  år). Realupplåningen bör ske i långa löptider.

Det föreslagna riktvärdet för amorteringarna på valutaskulden överensstämmer med det gällande riktlinjebeslutet, men är 10 miljarder lägre än den långsiktiga inriktning som regeringen angav i fjol. Motivet är att kronan under en tid varit extremt svag, vilket gör det dyrt att amortera på valutaskulden. Givet de kronnivåer som noterats under de senaste månaderna kan det vara motiverat att under kortare eller längre tid avstå från amorteringar. Enligt kontorets bedömning vore det dock olämpligt att av detta skäl ytterligare sänka riktvärdet. Om kronan stärks till mer normala nivåer, skulle det kunna krävas ett extra regeringsbeslut för att justera amorteringarna. Att behålla det gällande riktvärdet markerar dessutom att den långsiktiga ambitionen är att minska valutaskulden.

En lämpligare anpassning till de extrema förhållanden som råder på valutamarknaden är att vidga flexibiliteten i riktlinjerna, i första hand neråt. Med ett riktvärde på 25 miljarder gör ett intervall på -25 respektive +10 miljarder att kontoret kan avstå från att amortera om kronan förblir svag. Intervalllets övre gräns motsvarar den långsiktiga inriktningen på 35 miljarder per år.

Förslaget att långsiktigt öka andelen real skuld överensstämmer med gällande riktlinjer. Promemorian innehåller en fördjupad analys av hur kostnader och risker påverkas av att inkludera reallån i statsskulden. Kvalitativa skäl talar för att riskerna kan sänkas genom att den i huvudsak nominella skulden kompletteras med reallån. I de kvantitativa analyserna är det dominerande resultatet att skillnaderna mellan reala och nominella lån är små.

Kontorets slutsats är att en ökad andel reallån skulle minska riskerna i statsskulden. Enligt kontorets bedömning finns det också förutsättningar att utveckla realobligationsmarknaden så att statens kostnader för att få del av de riskmässiga fördelarna kan hållas låga, men detta arbete kan ta tid. Någon kvantitativ precisering av riktlinjerna bör därför inte göras. Emissioner av reallån bör vägas mot kostnaderna för upplåning i andra skuldslag, med beaktande av risk, inom ramen för ett långsiktigt mål att öka andelen.

Beträffande löptiden i skulden i nominella kronor och utländsk valuta föreslår Riksgäldskontoret inga ändringar. Däremot föreslås en mindre justering av löptidsriktlinjerna för realupplåningen. Kontoret föreslår att begreppet *lång löptid* skall tolkas som längre än fem år vid emissionstillfället i stället för som hittills att huvuddelen av realupplåningen skall ha minst tio års löptid.

Vid sidan av det vanliga riktlinjeförslaget tar Riksgäldskontoret upp hanteringen av kontorets växlingar mellan kronor och utländsk valuta. Nuvarande ordning är inte anpassad till kontorets uppdrag att hantera amorteringarna av valutaskulden mer aktivt och väga in kronans värde i syfte att minimera kostnaderna, eftersom Riksbankens växlingar i marknaden görs i mekaniskt jämn takt för att undvika sammanblandning med penning- och valutapolitiskt betingade transaktioner. Växlingstekniken gör också att kontoret måste förannonsera alla ändringar i de planerade amorteringarna, även när detta inte är ändamålsenligt statsskuldspolitisk synpunkt. Amorteringar och räntebetalningar på statsskulden är de enda statliga valutabetalningar som hanteras på detta sätt. Flera myndigheter med stora valutatransaktioner – t.ex. AP-fonderna, SIDA och FMV – gör valutabetalningar via vanliga banker.

Riksgäldskontoret konstaterar att Riksbanken inte givit uttryck för bedömningen att en lösning som innebär att även Riksgäldskontoret växlar vid sidan av Riksbanken skulle stå i strid med penningpolitikens krav i en regim med rörlig växelkurs. På grundval av det som hittills framkommit finns det således inte anledning att hantera valutaväxlingar på annat sätt än det som framstår som ändamålsenligt utifrån uppgiften att minimera kostnaderna. Detta talar för en flexiblare lösning än den nuvarande.

Mot denna bakgrund föreslår Riksgäldskontoret att reglerna för valutaväxlingar i kontorets instruktion ändras så att kontoret kan välja andra motparter än Riksbanken. Kontoret skisserar en lösning som borgar för förutsägbarhet och tydlighet när det gäller omfattningen och inriktningen av kontorets växlingar, samtidigt som metoderna för hantering och annonsering av växlingar är anpassade till statsskuldspolitikens mål. Syftet är att göra det möjligt att använda takten i valutaväxlingarna som medel för att sänka kostnaderna för statsskulden.

# 1 Inledning

I denna promemoria redovisar Riksgäldskontoret förslag till övergripande riktlinjer för statsskuldsförvaltningen i enlighet med bestämmelser i instruktionen för Riksgäldskontoret (1996:311). Förslaget utgår från målet i 5 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning. Den säger att statskulden skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas, samt att förvaltningen skall ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Tonvikten i det analysarbete som ligger bakom årets förslag har lagts på realobligationers effekter på kostnader och risker.

Promemorian är disponerad på följande sätt. I avsnitt 2 diskuterar kontoret utgångspunkterna för förslaget mot bakgrund av tidigare års analyser och regeringsbeslut. Avsnitt 3 behandlar realobligationers inverkan på kostnader och risker i kvalitativa termer. I avsnitt 4 presenterar kontoret kvantitativa analyser av hur kostnader och risker påverkas av skuldens sammansättning, med tonvikt på realobligationers effekter. Avsnitt 5 diskuterar de praktiska förutsättningarna att utveckla realobligationsmarknaden. Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer redovisas i avsnitt 6. Promemorian avslutas med att kontoret tar upp utvärderingsfrågor i anslutning till de framlagda förslagen.

## 2 Utgångspunkter för förslaget

### 2.1 Inledning

Riksgäldskontoret har sedan 1998 lämnat tre förslag till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen till regeringen. Stegvis har såväl synen på målet om kostnadsminimering med beaktande av risk, som analysen av skuldsammansättning utvecklats. Som utgångspunkt för årets förslag sammanfattar kontoret slutsatserna av dessa analyser och regeringens ställningstaganden.

### 2.2 Kostnads- och riskmått

Enligt lagen om statens upplåning och skuldförvaltning är målet för statsskuldsförvaltningen är att minimera de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk. Den preliminära utgångspunkten i propositionen var att kostnader och risker skulle mätas i nominella termer i avvaktan på en fördjupad analys av hur ett reall kostnads- och riskmått skulle utformas. Hur kostnader och risker skall tolkas och mätas har därefter ägnats betydande uppmärksamhet i riktlinjeförslag och -beslut. I beslutet i november 2000 redovisade regeringen följande bedömning (s. 8):

Vid överväganden om statsskuldens sammansättning och löptid bör kostnaderna mätas som genomsnittlig emissionsränta. Det relevanta nominella riskmåttet är genomsnittlig emissionsränterisk, som beaktar risken för stigande emissionsräntor.

I fjolårets riktlinjeförslag argumenterade kontoret för att risk skall definieras i termer av statsskuldens bidrag till variationer i statsfinanserna, mätt i termer av både budgetsaldo och statens balansräkning. Inspiration till detta synsätt hämtades från konventionell finansiell riskanalys, s.k. asset and liability manage-

ment (ALM), som betonar de samlade riskegenskaperna hos tillgångar och skulder. Intuitionen är att en skuldportfölj som typiskt sett har låga kostnader när statsfinanserna är ansträngda, t.ex. till följd av en djup lågkonjunktur, är mindre riskfylld än en portfölj för vilket det omvända gäller.

Kontoret underströk att ALM på detta stadium skall uppfattas som en tanke-ram, snarare än som ett analysredskap. För att fullt ut tillämpa ett ALM-mässigt synsätt på statsskulden räcker det inte att analysera hur framtida räntor och växelkurser kan komma att utvecklas. Dessutom måste man bilda sig en uppfattning om hur statens inkomster och utgifterna vid sidan av räntor på statsskulden samvarierar – konjunkturrellt och strukturellt – med dessa finansiella variabler. Riksgäldskontoret drog slutsatsen att ALM-ansatsen som ram för analys av statsskuld förvaltning kan och bör utvecklas, men underströk att det är svårt att bedöma hur långt analysen kan föras, i synnerhet i modellmässiga termer.

Vissa ALM-mässiga aspekter fångas av den simuleringsmodell som kontoret tog fram inför fjolårets riktlinjeförslag. Konkret innebär det att skuldens kostnader sätts i relation till BNP. BNP kan tolkas som ett indirekt mått på det statsfinansiella läget, eftersom statsbudgetens saldo normalt samvarierar med BNP via både skattebaser och statens utgifter.

Regeringen drog i riktlinjebeslutet följande slutsatser med anledning av konto-rets förslag (s. 12–13):

Regeringens uppfattning är att ALM-ansatsen utgör en rimlig tankeram för analys av riskerna i statsskuld förvaltningen och analysen bör fördjupas och utvecklas. Riksgäldskontoret bör därför fortsätta analysarbetet i såväl kvalita-tiva som kvantitativa termer inför kommande riktlinjeförslag.

Regeringen bedömer att risken i statsskuld förvaltningen i princip bör defi-nieras i termer av skuldportföljens bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. Denna definition av risk förefaller mer ändamålsenlig är ett nominellt riskbegrepp (...). Den ökade komplexiteten som ALM-ansatsen medför innebär samtidigt att svårigheterna att dra operationella slutsatser kan öka. Även om det här diskuterade riskbegreppet på sikt bör kunna ersätta ett nominellt riskmått, bör bägge måtten användas tills vidare.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning ger regeringens principbeslut rörande kostnads- och riskmått ett tillräckligt underlag för det fortsatta analysarbetet. Kontoret ser därför ingen anledning att i årets riktlinjeförslag utveckla den principiella diskussionen kring kostnads- och riskmått. Tonvikten i årets för-slag ligger därmed på frågor som rör hur skulden bör vara sammansatt för att få så goda egenskaper som möjligt givet dessa definitioner av kostnader och risker.

## **2.3 Hittillsvarande analyser och slutsatser**

Även analysen av hur skulden bör vara sammansatt har utvecklats stegvis i de tidigare riktlinjeförslagen. I fjolårets förslag koncentrerades analysen till valuta-skuldens egenskaper och roll. Särskilt intresse ägnades fördelningen mellan valutaskuld och nominell kronskuld. Riksgäldskontorets slutsats, som under-byggs av såväl kvalitativa som kvantitativa analyser, var att valutaskuld är

förknippad med större risk än nominell kronaskuld utan att ge lägre förväntade kostnader. Kontoret förordade därför en långsiktig neddragning av valutaskulden, utan att ange något specifikt mål för dess andel. Kontoret menade att den önskvärda andelen är så pass mycket mindre än utgångslägets 30 procent och möjligheten att snabbt reducera andelen så liten att frågan om hur långt valutaskulden bör minskas kunde anstå.

Regeringen anslöt sig till kontorets bedömning att valutaskuldens andel av statsskulden bör reduceras. Beslutet i november 2000 var att valutaskulden skulle amorteras i en takt motsvarande 35 miljarder kronor per år under perioden 2001–2003. För 2002 och 2003 är riktlinjerna preliminära.

I juli 2001 beslutade regeringen att sänka riktvärdet för valutaamorteringarna under innevarande år till 25 miljarder kronor. I beslutet hänvisade regeringen till att Riksgäldskontoret, av hänsyn till kronans låga värde, utnyttjat det utrymme som gavs i det ursprungliga riktlinjebeslutet för att reducera amorteringarna i förhållande till riktvärdet. Regeringen ansåg det angeläget att Riksgäldskontoret skulle ges möjlighet att ytterligare dra ned amorteringstakten i det fall det bedömdes lämpligt för att minska kostnaderna för statsskuldens förvaltning. Regeringen betonade samtidigt att den principiella utgångspunkten och ambitionen även fortsättningsvis är att valutaskuldens andel långsiktigt skall minskas.

Frågan om löptiden (durationen) i den nominella kronaskulden och valutaskulden har också analyserats i tidigare riktlinjeförslag. Modellanalysen i fjolårets förslag indikerade att kort upplåning i svenska kronor kan ha fördelar från både kostnads- och risksynpunkt när kostnaderna ställs i relation till BNP. Orsaken är dels att korta räntor i allmänhet är lägre än långa, dels att korta inhemska räntor tenderar att vara relativt låga när BNP-tillväxten är låg. Det beror i sin tur på att penningpolitiken, som styr de kortare räntorna, reagerar på konjunkturförloppet. Mot dessa effekter måste dock vägas att kort upplåning ökar statens refinansieringsrisk, vilket kan bli problematiskt om ekonomin hamnar i läge där räntorna är höga trots att tillväxten är låg. Denna möjlighet beaktas inte i simuleringsmodellen. Med hänsyn till att den svenska statsskulden i utgångsläget är relativt kort och en mindre förkortning genomfördes under 2000 föreslog kontoret därför inte någon ändring av löptiden.

Regeringen beslutade att hålla riktvärdet för durationen i den nominella kron- och valutaskulden oförändrat på 2,7 år. Samtidigt angav regeringen att inriktningen även för 2002 och 2003 är att durationen skall vara oförändrad.

## **2.4 Prioriteringar i arbetet med årets riktlinjeförslag**

Genomgången av de tidigare riktlinjeförslag och -beslut visar på två viktiga områden där tanke- och analysramarna behöver utvecklas. För det första måste ytterligare steg tas i riktning mot ett ALM-mässigt synsätt på statsskulden och dess sammansättning. Det bör bl.a. innefatta förbättrade beskrivningar av lånebehovets – och därmed statsskuldens – strukturella och konjunkturella bestämningsfaktorer i kontorets analysmodeller.

För det andra måste analysen av realskuldens egenskaper och roll fördjupas, i synnerhet i kvantitativa termer. I hittillsvarande modellanalys har enbart nominella kronlån och valutalån ingått. Genom att även inkludera realobli-

gationer kan kontoret belysa samspelet mellan alla de tre grundläggande skuld-komponenterna och löptiden i respektive skuldslag. På så sätt blir det möjligt att se på statsskulden som en komplett portfölj.

Det har i årets riktlinjearbete varit nödvändigt att koncentrera resurserna på ett av dessa områden, eftersom båda väcker komplexa frågor. Riksgäldskontoret har valt att prioritera analysen av realobligationer. Motivet är främst att kontoret tidigare inte redovisat någon ingående analys av realobligationers egenskaper. Möjligheten att i simuleringsmodellen studera kopplingarna mellan BNP, lånebehov och finansiella variabler ger analysen vissa grundläggande element av vad en ALM-mässig ansats bör innefatta. Följaktligen har kontoret gjort bedömningen att i det korta perspektivet är mervärdet störst av att utveckla analysen av realskulden. Denna prioritering avspeglas i att redovisningen det nya analysarbetet som följer i avsnitt 3 och 4 koncentreras till realobligationer.

Arbetet med att utveckla ett ALM-mässigt synsätt på statsskuld förvaltning kommer, enligt kontorets bedömning, att kräva stora insatser och sannolikt ta flera år i anspråk. Ytterligare steg bör emellertid kunna tas i nästa års riktlinjeförslag. En viktig fråga i det sammanhanget är hur det primära lånebehovet påverkas av utvecklingen i ekonomin, eftersom det är samspelet mellan räntorna på statsskulden och det primära lånebehovet som avgör svängningarna i det totala lånebehovet.

## **3 Realobligationers inverkan på kostnader och risker – kvalitativa aspekter**

### **3.1 Inledning**

Målet för statsskuld förvaltningen är att minimera de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk. Riksgäldkontoret har i tidigare riktlinjeförslag stegvis sökt utveckla det portföljmässiga synsättet på statsskulden. I fjol koncentrerades intresset på valet mellan nominella kronor och utländsk valuta, men även valet av löptid fanns med i analysen. Realobligationer har i de tidigare riktlinjeförslagen hållits vid sidan av de portföljmässiga analyserna. En ambition med årets riktlinjearbete är att integrera realobligationer i analysramen för att på så sätt få en mer samlad bild av statsskuldportföljen. I detta avsnitt redovisar kontoret i ett första steg resultatet av de kvalitativa analyser som gjorts i syfte att förbättra förståelsen av hur realobligationer kan påverka statsskuldens kostnader och risker.

### **3.2 Utgångspunkter**

Fjolårets riktlinjebeslut utmynnade i slutsatsen att risken i statsskuld förvaltningen principiellt bör analyseras i termer av skuldkostnadernas bidrag till den statsfinansiella utvecklingen i stort. Grundfrågan är därmed hur kostnaderna för ett visst låneslag samvarierar med faktorer som påverkar statsfinanserna i övrigt (i princip det primära lånebehovet, dvs. lånebehovet exklusive räntor på statsskulden), samt vilka egenskaper portföljer med olika andel av respektive skuldslag kan antas ha.



Som kostnads- och riskmått används kvoten mellan statsskuldskostnaderna och BNP, kallat skuldkostnadskvoten, där BNP är tänkt som operativt mått på den samlade skattebasen. En skuldportfölj med egenskapen att kostnaderna är höga när BNP är hög (och vice versa) kommer med detta mått att framstå som mer gynnsam än om enbart de nominella kostnaderna och deras variationer beaktas.

Inledningsvis jämförs real skuld parvis med övriga skuldsdrag. Syftet är att belysa vad reallån kan tillföra till en portfölj som består av nominella lån och valutalån. Huvudintresset ägnas åt jämförelser med nominella kronlån. Uppläggningsen speglar i så måtto beslutet att valutaskuldens andel i statsskuldportföljen långsiktigt skall minskas. Tonvikten läggs på effekter på riskerna i statsskuld förvaltningen. Eftersom reallån har lång löptid, berör kontoret också hur sambanden kan antas påverkas av om Sverige går med i EMU.

### **3.3 Jämförelse med lång nominell skuld**

Utgångspunkten är att realobligationer är ett unikt instrument som inte utan vidare kan skapas genom att sätta samman en portfölj av övriga, mer traditionella tillgångsdrag. Detta är huvudargumentet för att placerare bör intressera sig för realobligationer. Genom att inkludera en viss andel realobligationer i sin portfölj kan en placerare normalt uppnå en mer förmånlig relation mellan förväntad avkastning och risk. Detta grundläggande diversifieringsargument är tillämpligt även på staten som låntagare.

Diversifieringsargumentet kan underbyggas med att konstatera att nominella och reala instrument i viktiga avseenden utgör varandras spegelbilder. Om ekonomin drabbas av en störning som gör att inflationen är högre än väntat samtidigt som tillväxten är låg (stagflation), är det fördelaktigt att ha lång nominell skuld. Inflationen minskar realvärdet på de nominellt fixerade räntebetalningarna. Reala skulder däremot höjer skuldkostnadskvoten, eftersom staten tvingas kompensera långivarna för inflationen, samtidigt som den låga tillväxten gör att statsfinanserna är ansträngda.

Real skuld är fördelaktig i ett läge där inflationstakten är oförväntat låg eller negativ och tillväxten samtidigt är låg, dvs. i en recession. Då minskar kostnaderna för reala lån i proportion med prisfallet, medan staten tvingas fortsätta att betala samma räntor på den nominella skulden, räntor som styrdes av antagandet om högre inflation än den realiserade. Vid oväntat hög inflation kombinerad med hög tillväxt ökar kostnaderna för realobligationer, men skuldkostnadskvoten bör vara stabil, eftersom BNP växer.

En reservation är att svenska realobligationer har en deflationsgaranti, som innebär att placeraren alltid får tillbaka minst det nominella värdet på obligationen. Garantin avser dock endast manteln och utfaller därmed först om den genomsnittliga inflationstakten under lånets hela löptid varit negativ. Kupongbetalningarna följer således den realiserade inflationstakten. Detta gör att staten ändå reducerar riskerna jämfört med långa nominella lån, som kan bli kostsamma vid en (oförväntad) deflationsperiod.

Givet att både stagflation och deflation framstår som möjliga scenarier är slutsatsen att en lämplig blandning av nominella och reala instrument är ändamålsenlig från risksynpunkt. Genom att ha flera skuldsdrag i portföljen minskar sta-

ten risken för extrema svängningar i kostnaderna vid extrema störningar i de ekonomiska förhållandena.

Hur realskuld påverkar kostnaderna under mer normala svängningar i ekonomin och statsfinanserna beror i hög grad på omständigheterna. Man tvingas således konstruera mer specifika scenarier om hur ekonomin kan komma att utvecklas. Om man exempelvis antar att inflationstakten kommer att ligga stabilt i linje med tvåprocentsmålet, är realskuldens långsiktiga kostnader oberoende av vad som i övrigt sker i ekonomin. Reallån minskar därmed inte riskerna i statsskuldshöjningen. I ett sådant scenario är det rimligt att förutsätta att tilltron till penningpolitiken är hög, i vilket fall även de nominella räntorna kommer att vara stabila och den realiserade reala kostnaden för nominell upplåning kommer att utvecklas parallellt med kostnaden för reallån. Om således förväntningarna om 2 procents inflation infrias spelar valet mellan nominell och real upplåning liten roll från kostnads- och risksynpunkt. Även i en framgångsrik inflationsmålsregim varierar emellertid prisökningstakten något. Så länge ekonomin följer ett efterfrågestyrt konjunkturmönster kommer inflationen typiskt sett att vara högre när tillväxten är hög och vice versa. I så fall bör reallån bidra till att stabilisera skuldskostnadskvoten.

Om Sverige skulle gå med i EMU skulle sannolikt inflationstakten bli mer variabel, eftersom penningpolitiken inte längre är specifikt anpassad till svenska förhållanden. Under ett normalt konjunkturförlopp kan inflationen då, å ena sidan, tänkas samvariera mer med skattebaserna, eftersom inhemska inflationstendenser inte på samma sätt motverkas av en penningpolitisk åtstramning. Följaktligen skulle realobligationer kunna bidra till att minska de statsfinansiella riskerna i större grad om Sverige gick med i EMU. Ökad inflationsosäkerhet gör att placerarnas intresse av att inflationsskydda sitt sparande bör öka i EMU, dvs. förutsättningarna för staten att ge ut realobligationer bör förbättras.

Till bilden hör att räntorna på nominella statsobligationer främst skulle styras av den genomsnittliga EMU-utvecklingen, eftersom de nominella statspappersmarknaderna inom euroområdet är väl integrerade och internationella investerare inte har anledning att oroa sig för att inflationskillnader skall leda till växelkursjusteringar. Det är därmed inte givet att nominella obligationer ger ersättning för förväntad inhemska inflation. Följaktligen kan det, sett i absoluta termer, vara förmånligt för staten att ge ut nominella obligationer när den förväntade inhemska inflationstakten är högre än i EMU i genomsnitt. Det bör emellertid under dessa omständigheter vara möjligt att låna billigt även via realobligationer. Inhemska placerare som vill skydda sin köpkraft kommer inte att vara intresserade av nominella placeringar utan torde i stället efterfråga reala obligationer. Räntan på realobligationer borde således falla. Under ideala förhållanden borde realobligationsräntan åtminstone falla så mycket att den förväntade avkastningen blev densamma som på nominella obligationer. Det är således inte givet att nominell upplåning är billigare när den inhemska inflationstakten överstiger EMU-snittet om hänsyn tas till placerarnas beteende på realobligationsmarknaden.

Å andra sidan kan inflationstakten komma att påverkas av störningar i resten av EMU som inte har motsvarande effekter på inhemska tillväxt. Sverige kan således via den gemensamma valutan importera inflation (eller deflation) på

samma sätt som under traditionell fast växelkurs. I det senare fallet skulle real-skuld bli mer riskfylld. Som så ofta vid bedömningar av effekter av EMU-inträde beror slutsatserna således på om svensk ekonomi kan antas följa samma utveckling som de dominerande länderna eller uppvisa ett avvikande mönster.

Exemplen och scenarierna kan mångfaldigas. Resonemangen leder emellertid inte mycket längre än till insikten att huruvida reallån är fördelaktigt eller ej beror på hur scenarierna konstrueras. Mot den bakgrunden är det generella diversifieringsargumentet – som endast förutsätter att olika utvecklingar är möjliga – sannolikt det mest robusta motivet för att statsskuldportföljen bör innefatta både nominella och reala lån.

För att ge någon nämnvärd diversifieringseffekt bör realskulden stå för en någorlunda stor andel av statsskulden. I vart fall torde effekten på skuldkostnadskvoten av en andel under 5 procent vara försumbar även i extrema scenarier. Detta resonemang, som är agnostiskt när det gäller hur ekonomin kan komma att utvecklas, pekar således på att staten sannolikt borde ha en större andel real skuld än i nuläget (8 procent). Fördelarna från risksynpunkt med att öka andelen reallån skulle tala för att staten inte nödvändigtvis bör kräva att realupplåning är billigare (i förväntan) än nominell upplåning.

### **3.4 Jämförelse med kort nominell skuld**

Reallån har likheter med långfristig upplåning med återkommande räntejustering, s.k. floating rate notes (FRN). I ett FRN-lån sätts den nominella räntan t.ex. kvartalsvis lika med den aktuella tremånadersräntan. På motsvarande sätt bestäms den nominella räntebetalningen på ett reallån av inflationstakten. I den mån korträntor är starkt positivt korrelerade med inflationstakten kommer lånens egenskaper att vara likartade. I en trovärdig inflationsmålsregim bör emellertid korrelationen mellan korträntor och realiserad inflation vara låg. Centralbanken varierar då korträntorna på basis av den förväntade inflationen. Om penningpolitiken är fullt framgångsrik kommer den realiserade inflationen – och därmed kostnaderna för reallån – att vara oberoende av korträntan. Även om detta idealtillstånd inte uppnås finns det skäl att anta att nominell upplåning med kort räntebindningstid i en inflationsmålsregim ger större riskreduktion mätt i termer av skuldkostnadskvoten än real upplåning, eftersom korträntor bör vara starkare korrelerade med tillväxten än vad inflationen är.<sup>1</sup>

För ett mindre land i en monetär union, där penningpolitiken vägleds av ett inflationsmått i vilket det egna landets vikt är liten, försvagas kopplingen mellan korta räntor och inhemsk konjunktur. Vid en störning som gör att landets ekonomi utvecklas i annan takt eller riktning än unionen i genomsnitt kan tillväxten minska utan att någon nämnvärd räntesänkning kommer till stånd. Samvariationen mellan korträntor och BNP är således svagare, samtidigt som korrelationen mellan inflation och BNP av samma skäl kan antas vara större än utanför en monetär union. Följaktligen ökar EMU-inträde sannolikheten att jämförelsen skall utfalla till förmån för reallån, men så länge den inhemska

---

<sup>1</sup> Jämförelsen avser FRN-lån. Med kort upplåning via statsskuldväxlar måste skillnaden i refinansieringsrisk beaktas, eftersom staten vid växelupplåning fortlöpande måste hitta köpare till nyemitterade instrument. Riksgäldskontoret har inga FRN-lån i kronor. Då kontoret kombinerar obligationslån och ränteswappar skapas dock positioner med samma egenskaper som FRN-lån.

konjunkturen följer mönstret i övriga EMU är kort upplåning ändå sannolikt mindre riskfylld.

### **3.5 Jämförelse med valutaskuld**

Valutaupplåningens riskegenskaper beror i första hand på hur valutakursen samvarierar med BNP, eftersom räntenivån i utländsk valuta inte i nämnvärd grad torde påverkas av vad som sker i svensk ekonomi. För att valutalån skall erbjuda minskad risk krävs att kronan är relativt stark i lägen när BNP-utvecklingen är svag. I allmänhet torde det vara tvärtom, dvs. en konjunkturedgång leder normalt till en försvagning av växelkursen, i både nominella och reala termer. På motsvarande sätt bör en långsiktigt svag produktivitetsutveckling, och därmed svag tillväxt i skattebaserna, åtföljas av en real depreciering av den egna valutan, vilket fördyrar valutaskulden. En stor andel valutaskuld är således knappast motiverad från risksynpunkt.

Reallån och valutalån kan under vissa omständigheter ha likartade egenskaper. En inflationsimpuls som höjer utbetalningarna för reallån kan också antas leda till en depreciering av den egna valutan, vilket fördyrar valutalånen. Förutsättningen för att reallån och valutalån skall vara identiska är dock att det råder köpkraftsparitet, dvs. att växelkursjusteringar full ut motsvarar skillnader i inflationstakt. Detta gäller inte i praktiken utan reala växelkurser – nominella växelkurser justerade för skillnader i prisnivåer mellan länder – varierar påtagligt och svåröversägligt. Risken för variationer i reala växelkurser gör att reallån är mindre riskfyllda än valutalån.

Reallån och valutalån har även likartade egenskaper om man vill analysera hur statsskuldens sammansättning kan påverka tilltron till prisstabilitetsmålet. Båda skuldslagen kan antas bli dyra om inflationen stiger, det ena via inflationskompensationen och det andra via deprecieringen av den egna valutan. Både kan därför användas för att markera att staten inte tänker låta inflationstakten stiga. Även i detta avseende är variationer i reala växelkurser en nackdel. Staten har (via centralbanken) mindre inflytande över växelkursen än över prisutvecklingen. Valutaskuld kan därför bli dyr även om staten fullföljer sitt åtagande att upprätthålla prisstabilitet. Från trovärdighetssynpunkt är således reallån att föredra.

Däremot gäller även med dessa utgångspunkter, vilket kontoret har framhållit i tidigare riktlinjeförslag, att det kan vara förmånligt att öka valutaandelen i perioder när ekonomin utvecklas svagt och lånebehovet är stort. Dels kan ett stort lånebehov pressa upp de inhemska räntorna, dels kan den egna valutan vara extra svaga. Om nedgången visar sig vara tillfällig, kan valutalånen sannolikt betalas tillbaka i ett läge när växelkursen på nytt har stärkts. Denna försäkringsmekanism fungerar dock endast om valutaskulden i utgångsläget inte är alltför stor.

### **3.6 Statsskuldens löptid**

Realobligationer emitteras på i genomsnitt betydligt längre löptider än nominella obligationer. En anledning är att den reala avkastningskurvan normalt är betydligt flackare än den nominella. Orsaken är att placerarnas vilja att avstå från förväntad avkastning i utbyte mot inflationsskydd bör vara högre ju längre

fram denna försäkring sträcker sig. En ökad andel realupplåning skulle således – allt annat lika – förlänga den genomsnittliga löptiden i statsskulden och minska det löpande refinansieringsbehovet. För given refinansieringsrisk skulle det därmed finnas utrymme att korta löptiden i den nominella skulden. Under förutsättning att den nominella avkastningskurvan har positiv lutning skulle detta, på marginalen, sänka de förväntade kostnaderna för den nominella skulden. Huruvida de *totala* förväntade kostnaderna för statsskulden skulle sänkas beror även på realräntan, men i den mån ökningen av realandelen görs av riskhänsyn kan utrymmet för förkortning av nominalskulden vara en positiv bieffekt.

EMU-inträde kan ha implikationer även för valet av löptid i statsskulden. Andra sidan av att penningpolitiken i EMU inte i samma grad styrs av utvecklingen i svensk ekonomi, och att tillväxten och inflationen därigenom kan bli mer variabel, är att svängningarna i statsfinanserna kan antas öka. För det första kommer, givet nuvarande system för statliga inkomster och utgifter, större variationer i det ekonomiska förloppet *i sig* att översättas i större slag i statens lånebehov via automatiska stabilisatorer i skatte- och utgiftssystemen. För det andra kommer *behovet* av att variera finanspolitiken – via (eventuellt förstärkta) automatiska stabilisatorer eller diskretionära åtgärder – att öka, eftersom penningpolitiken inte längre kan användas för nationell stabiliseringspolitik. För givna stabiliseringspolitiska ambitioner måste således finanspolitiken ta ett större ansvar än under rörlig växelkurs.<sup>2</sup>

Större underliggande svängningar i lånebehovet gör att det kan vara ändamålsenligt att förlänga löptiden för att minska risken att stora refinansieringsbehov skall sammanfalla med ett stort nettolånebehov. Det kan i så fall ske i vilket skuldslag som helst. Eftersom reallån naturligt ges ut med långa löptider kan EMU-inträde eventuellt vara ett argument för ökad realupplåning, under förutsättning att kostnaderna för att ge ut realobligationer ligger på en rimlig nivå. I annat fall bör förlängningen ske via långa nominella obligationer.

### 3.7 Summering

En genomgång av lånetypernas grundläggande riskegenskaper leder till slutsatsen att valet av portföljsammansättning bör bero på vilka scenarier för den framtida ekonomiska utvecklingen som bedöms som möjliga och sannolika. Realobligationer erbjuder skydd i ett deflationsscenario och kan dessutom ha gynnsamma egenskaper i ett efterfrågestyrt konjunkturförlopp. Stor andel reallån är däremot en nackdel om ekonomin drabbas av stagflation. För långa nominella lån gäller i allt väsentligt det omvända. I avsaknad av bestämda uppfattningar om sannolikheten för olika förlopp och styrkan i samvariationen mellan olika variabler leder resonemangen till ett allmänt förord för riskspridning. Statsskuldportföljen bör således innehålla en blandning av nominell och realupplåning.

Däremot är det med dessa utgångspunkter svårt att se en varaktig roll för valutalån i statsskuldportföljen. Valutaskuld ökar visserligen diversifieringsmöjligheterna, men tillför även ytterligare risk via variationer i den reala växel-

---

<sup>2</sup> Dessa frågor behandlas utförligt av Henrik Braconier, ”Automatiska stabilisatorer och aktiv finanspolitik inom EMU”, Bilaga 1 i SOU 2001:62, *Stabilitet och stabiliseringspolitik i EMU*.

kursen. Dessutom är det sannolikt att korrelationen mellan lånebehov och växelkurs är sådan att valutaskuld tenderar att vara dyr när statsfinanserna är ansträngda. Som markering av viljan att hålla fast prisstabilitetsmålet är reallån mer effektiva än valutalån, eftersom staten (via centralbanken) har större inflytande över inflationen än över växelkursen.

På grundval av ett generellt diversifieringsresonemang torde man också kunna konstatera att andelen reallån inte bör vara alltför liten. Det förefaller således rimligt att en realandel på, säg, 5 procent eller mindre har försumbar betydelse för risknivån i statsskulden, eftersom reallånen därmed står för en så liten del av kostnaderna. Vill staten uppnå någon märkbar diversifiering torde en större andel än den nuvarande (8 procent) vara önskvärd.

Noteras bör än en gång att diskussionen i detta avsnitt lagt tonvikten på effekter på risknivån i statsskulden. För att ta ställning till hur statsskuldportföljen bör sättas samman måste även kostnaderna för den tänkta strategin beaktas. För att få mer handfast kvantitativt stöd för bedömningar av vilken blandning mellan nominella och reala lån som kan tänkas vara lämplig krävs mer specifika antaganden om hur ekonomin fungerar. I avsnitt 4 redovisar kontoret försök att kvantifiera sambanden. Därefter diskuterar kontoret i avsnitt 5 de praktiska förutsättningarna att uppnå de ambitioner för realandelen som på basis av de principiella och modellmässiga analyserna framstår som lämpliga.

## **4 Kvantitativ analys av statsskuldens sammansättning**

### **4.1 Bakgrund och förutsättningar**

Liksom förra året baseras Riksgäldskontorets kvantitativa analysarbete på en stokastisk simuleringsmodell. Tonvikten i analysen ligger på att undersöka realobligationers inverkan på kostnader och risker i statsskuldförvaltningen. I detta avsnitt ges en översiktlig beskrivning av simuleringsmodellen, samt en genomgång av resultaten. För den läsare som inte är så tekniskt intresserad ges en utförlig och icke-teknisk sammanfattning i slutet av kapitlet.

Simuleringsmodellen har utvecklats internt och är en vidareutveckling av fjol-årets modell. Den viktigaste förändringen är införandet av realobligationer. Detta har lett till ett nytt samband att ta hänsyn till, nämligen det mellan nominella och reala räntor. I övrigt är modellen i allt väsentligt oförändrad och beskrivs därför inte här i detalj. Den intresserade läsaren hänvisas istället till förra årets riktlinjeförslag. Kontoret har också för avsikt att lämna en mer detaljerad beskrivning i en separat rapport.

Det bör betonas att modellen är ett simuleringsverktyg. Den används för att – under vissa stiliserade antaganden om hur ekonomin är beskaffad och hur sambanden mellan olika ekonomiska storheter ser ut – analysera hur kostnader och risker utvecklas under lång tid framöver. Simuleringarna skall inte uppfattas som prognoser. Syftet är i stället att skapa en sammanhållen och konsekvent analysram för att kunna belysa sambanden mellan statsskuldens kostnader och risker och skuldens sammansättning.

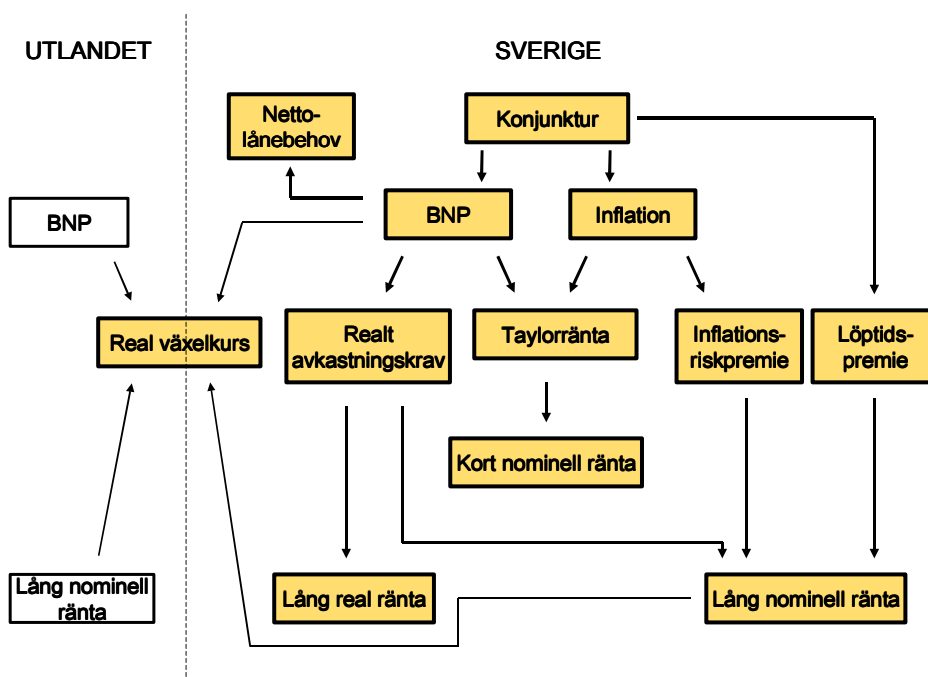
## 4.2 Riksgäldskontorets simuleringsmodell

Simuleringsmodellen består av två delar: en makroekonomisk del som simulerar ekonomiska förlopp med avseende på i första hand tillväxt och inflation, samt därtill kopplade utvecklingsbanor för räntor och växelkurser, och en strategidel som simulerar olika portföljstrategier och håller reda på hur skuldens kostnader och risker utvecklas över tiden. De båda delarna beskrivs i avsnitten nedan.

### 4.2.1 Den makroekonomiska simuleringsmodellen

Den makroekonomiska simuleringsmodellen används för att simulera utvecklingen för ett antal viktiga finansiella och makroekonomiska variabler i ekonomin. Modellen beskriver en stabil ekonomi, där konjunkturen svänger mellan hög- och lågkonjunktur på ungefär samma sätt som de senaste trettio åren, tillväxttakten är i genomsnitt två procent och centralbankens inflationsmål om två procent är uppfyllt. Simuleringshorisonten är 30 år och periodlängden är tre månader, dvs. alla variabler mäts på kvartalsbasis.

Modellen består i korthet av sex gemensamma byggstenar för vart och ett av de tre valutaområdena Sverige, EMU och USA. Dessa byggstenar modellerar *konjunkturförloppet*, *inflationen*, *tillväxten*, *den nominella korträntan*, *den nominella långräntan* och *växelkursen*. För Sverige tillkommer dessutom två byggstenar, en för *den reala långräntan* och en för *lånebehovet*. Figur 1 ger en schematisk bild över modellens variabler och sambanden mellan dem.



Figur 1. Modellens variabler och sambanden däremellan

De flesta av modellens variabler genereras under antagandet att de följer någon form av autoregressiv process. En del av variablerna, t.ex. tillväxt och nominell långränta, antas dessutom vara regimberoende, vilket innebär att de har olika

väntevärden beroende på om det är hög- eller lågkonjunktur i ekonomin. Utgångspunkten för parameteriseringen av modellen har varit dels empiriskt skattade samband, dels rådande penning- och budgetpolitiska beslut. I vissa fall, t.ex. för räntorna, har mer subjektiva bedömningar gjorts om deras nivåer och volatilitet.

En variabel som är särskilt viktig att nämna är nettolånebehovet. Utgångspunkten för modelleringen av denna är det finanspolitiska målet om ett överskott på två procent i de offentliga finanserna, sett över en konjunkturcykel. Givet detta mål, och med hänsyn taget till pensionssystemet, har kontoret antagit att lånebehovet skall vara 0,5 procent av BNP över en konjunkturcykel. Detta innebär att skulden växer i nominella termer över simuleringsperioden, men minskar som andel av BNP. Konjunkturcykelns längd bestäms stokastiskt i modellen, där konjunkturen i varje period har en viss sannolikhet att gå från hög- till lågkonjunktur eller från låg- till högkonjunktur. Utifrån den informationen kan man härleda en tumregel för hur mycket som skall amorteras eller lånas i varje period. Beroende på ekonomins tillväxttakt i en viss period blir sedan det simulerade lånebehovet större eller mindre än det lånebehov som impliceras av tumregeln.

I tabellen nedan redovisas medelvärdena för några av modellens nyckelvariabler. De variabler som är regimberoende har två medelvärden, ett i högkonjunktur (H) och ett i lågkonjunktur (L). I fallet med den reala växelkursen rapporteras endast startvärdet för växelkursen, eftersom medelvärdet för denna variabel inte är konstant över tiden, utan utvecklas med hänsyn till skillnader i genomsnittlig BNP-tillväxt mellan Sverige och det andra landet ifråga. Mer detaljer om parameteriseringen, antaganden om volatiliteter etc. ges i den tekniska rapporten.

Variabel	Sverige	EMU	USA
Inflation	2,0 %	1,5 %	2,5 %
Real tillväxt (H)	3,6 %	3,4 %	4,0 %
Real tillväxt (L)	-2,2 %	-1,3 %	-1,9 %
Duration (H) (# kvartal)	19	19	21
Duration (L) (# kvartal)	5	5	4
Kort nominell ränta	5,0 %	4,5 %	5,5 %
Lång nominell ränta (H)	6,1 %	5,6 %	6,7 %
Lång nominell ränta (L)	5,4 %	4,9 %	6,1 %
Lång real ränta	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Real växelkurs	–	SEK 9,00	SEK 10,00

**Tabell 1. Grundparameteriseringens antaganden**

## 4.2.2 Strategidelen

Strategidelen av modellen styr hur staten finansierar det löpande lånebehovet och refinansierar förfallande lån (eller köper tillbaka lån i de fall lånebehovet är negativt). I strategidelen beräknas även de kostnader och risker som olika strategier ger upphov till. Strategierna kan skilja sig åt på två sätt. För det första



kan de ha olika mål för fördelningen av skuld mellan olika skuldslag. För det andra kan de ha olika mål för durationen (mätt i år) för varje skuldslag.

I årets riktlinjeförslag koncentreras analysen på att undersöka hur statsskuldens kostnader och risker påverkas av variationer i fördelningen mellan reala och nominella lån i svenska kronor. Valutaandelen hålls därför konstant över samtliga strategier. Motivet är dels att minska antalet möjliga strategier, dels att valutaskuldens egenskaper analyserades ingående i fjolårets riktlinjeförslag.

I basscenariot undersöks nio strategier (eller portföljer); se tabell 2. Realandelen varierar här mellan 0, 10 och 20 procent av den totala skulden. Förändringar i andelen realobligationer görs alltid mot nominella kronobligationer, så att en ökning i realskuld leder till en minskning i nominell kronskuld. Vidare undersöks om realandelens effekter på portföljen påverkas av durationen i den nominella kronskulden. Därför kombineras de tre andelsmålen med tre durationsmål för den nominella kronskulden, nämligen två, tre och fyra år

Skuldandelar	Duration i nominella SEK		
	2	3	4
<b>0 % IL 75 % SEK</b>	Strategi	Strategi	Strategi
17,5 EUR 7,5 % USD	1	4	7
<b>10 % IL 65 % SEK</b>	Strategi	Strategi	Strategi
17,5 EUR 7,5 % USD	2	5	8
<b>20 % IL 55 % SEK</b>	Strategi	Strategi	Strategi
17,5 EUR 7,5 % USD	3	6	9

**Tabell 2. Strategier i basscenariot**

Strategin i tabellens mitt överensstämmer i stora drag med den skuldportfölj staten har i dag. Simuleringsmodellen används sedan för att ta ett steg åt varje håll och undersöka vilka effekterna är på statsskuldens kostnader och risker. Tanken är att man genom att på det här viset undersöka ett fåtal, men tydligt åtskilda strategier, skall få en övergripande uppfattning om effekterna av att variera skuldens sammansättning och duration.

Simuleringarna av de olika strategierna startar med en given startportfölj, specificerad som ett antal kassaflöden i olika valutor. Valet av startportfölj är viktigt och kan påverka resultaten i så måtto att det kan ta olika lång tid för en portfölj att uppnå de mål som olika strategier ställer upp. Ett naturligt alternativ skulle t.ex. vara att utgå från den faktiska statsskuldportföljen, men eftersom syftet här är att undersöka de olika strategiernas långsiktiga kostnads- och riskegenskaper, snarare än att analysera hur skulden skall tas från en punkt till en annan, har grundvalen varit att utgå från sådana portföljer som redan från början uppfyller de andels- och durationsmål som respektive strategi ställer upp. Varje strategi startar således med en egen startportfölj.

Från den simulerade ekonomin hämtas i varje period ett nettolånebehov, vilket antas inkludera räntebetalningar. Till detta lånebehov läggs sedan de förfall som inträffar i den aktuella perioden. Tillsammans utgör dessa två lånebehovs-

komponenter det totala lånebehovet. Det bör dock noteras här att de simulerade räntebetalningarna inte länkas tillbaka så att de påverkar modellens netto-lånebehov. Det totala lånebehovet fördelas över skuldslag och löptider på ett sådant sätt att målet för den aktuella strategin uppnås i termer av skuldsammansättning och duration. I de fall det inte är möjligt att uppnå t.ex. en viss duration fördelar strategisimulatorens upplåningen på ett sådant sätt att portföljen hamnar så nära målet som möjligt.

Det bör noteras att strategisimuleringarna inte är riggade på ett sådant sätt att målet för skuldandelarna uppfylls *exakt* i varje period. Anledningen är att detta systematiskt skulle höja kostnaderna för valutaskulden. En försvagning av kronan skulle t.ex. leda till en större andel valutaskuld än den målsatta, vilket i sin tur skulle kräva återköp av valutaskulden i ett läge då valutan är dyr. Detta skulle alltså leda till att man regelmässigt amorterar valutaskuld när det är som dyrast och på motsvarande sätt lånar i utländsk valuta när detta är oförmåligt. Kriteriet för skuldandelarna är därför utformat på ett sådant sätt att portföljerna endast uppfyller sina respektive skuldandelsmål *i genomsnitt*.

I modellen räknas både real skuld i svenska kronor och nominell skuld i utländsk valuta fortlöpande om till nominella kronor. För valutaskulden görs detta med hjälp av den relevanta växelkursen, och för realskulden med hjälp av KPI som ”växelkurs” mellan reala och nominella kronor.

De skuldkostnader som beräknas i modellen är i första hand sådana kostnader som slår igenom i statens budget. Det innebär att *orealiserade* kursvinster och kursförluster, orsakade av kortsiktiga fluktuationer i marknadsräntor eller valutakursrörelser, inte får något genomslag i kostnaderna. Däremot ingår *realiserade* kursvinster och kursförluster, som uppstått till följd av valutakursrörelser, vid förfall eller återköp. Detta innebär att alla kupongbetalningar på utländska och reala obligationer, samt kapitalbeloppet vid förfall eller återköp, räknas om till nominella kronor. Precis som med faktiska realobligationer räknas kupongbetalningar upp med kvoten av vad KPI-index är då kupongen ska betalas ut och obligationens basindex. När en realobligation förfaller görs samma uppräknings på kapitalbeloppet. Det bör påpekas att de realiserade kurseffekterna endast påverkar skuldkostnaden i modellen och inte lånebehovet.

## 4.3 Resultat

### 4.3.1 Kostnads- och riskmått i simuleringsmodellen

Kostnaden för skulden i en given period beräknas som summan av alla kupongbetalningar, omräknat till nominella kronor, plus realiserade kurseffekter vid förfall eller återköp av valuta- och reallån. Som ett första steg mot en ALM-ansats beräknar kontoret kostnaderna i förhållande till BNP. Detta mått kallas *skuldkostnadskvoten* och ger en bättre (mer real) bild av de statsfinansiella riskerna som en viss skuldportfölj är förknippad med än ett mått som bara ser till de nominella kostnaderna.

För att mäta och jämföra kostnaderna för olika skuldförvaltningsstrategier görs 1000 (stokastiska) replikationer av den ekonomiska utvecklingen i den makroekonomiska modellen. I strategidelen beräknas sedan kostnaderna för varje

strategi och replikation. Varje strategi kommer på så sätt att vara förknippad med en hel fördelning av kostnader.

Det bör noteras att kontoret i första hand jämför portföljer utifrån skillnader i risk. Skillnader i kostnad är mindre intressanta i modellen eftersom de är en direkt följd av parameteriseringen. Huruvida realobligationer är billigare än nominella obligationer eller ej beror något förenklat på hur den genomsnittliga breakeven-inflationen förhåller sig till den realiserade inflationen i modellen. Modellen är parameteriserad så att realobligationer i slutändan är något billigare än nominella obligationer. Eftersom detta endast är ett antagande är det inte meningsfullt att rangordna portföljer efter kostnad.

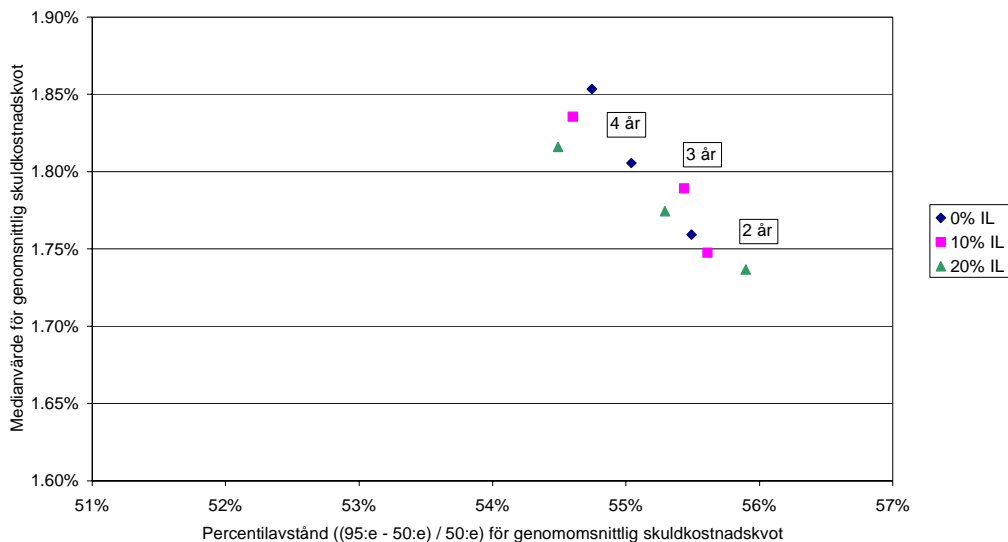
Risken i en strategi mäts i två dimensioner. Den första dimensionen mäter risken som spridningen i de genomsnittliga kostnaderna sett över trettio år. Denna dimension mäter risken att man får en ogynnsam utveckling av kostnaderna över hela trettioårsperioden, t.ex. till följd av en ogynnsam ekonomisk utveckling. Detta kallas här *scenariorisk*. Den andra dimensionen mäter risken som spridningen i kostnaderna vid en given ekonomisk utveckling. Denna dimension mäter variationen i de årliga kostnaderna (runt en trend) och belyser risken för att man skall få en oväntat stor kostnad under ett enskilt år. Detta kallas här *tidsserierisk*. Man kan säga att scenariorisken talar om hur illa det kan gå i genomsnitt givet att man inte vet vilken av de 1000 simulerade ekonomiska banorna som kommer att realiseras, medan tidsserierisken talar om hur mycket de årliga kostnaderna kan variera för en godtycklig ekonomisk utveckling.

För att mäta spridningen i en fördelning används det procentuella avståndet mellan den 95:e och den 50:e percentilen (medianen) i den simulerade kostnadsfördelningen. Ett sådant riskmått svarar på frågan: hur långt ifrån medianen ligger de fem procent värsta utfallen? Om mediankostnaden t.ex. är 2 procent av BNP och risken är 50 procent av medianen, så kommer de fem procent värsta utfallen att överstiga en kostnadsnivå på 3 procent av BNP.

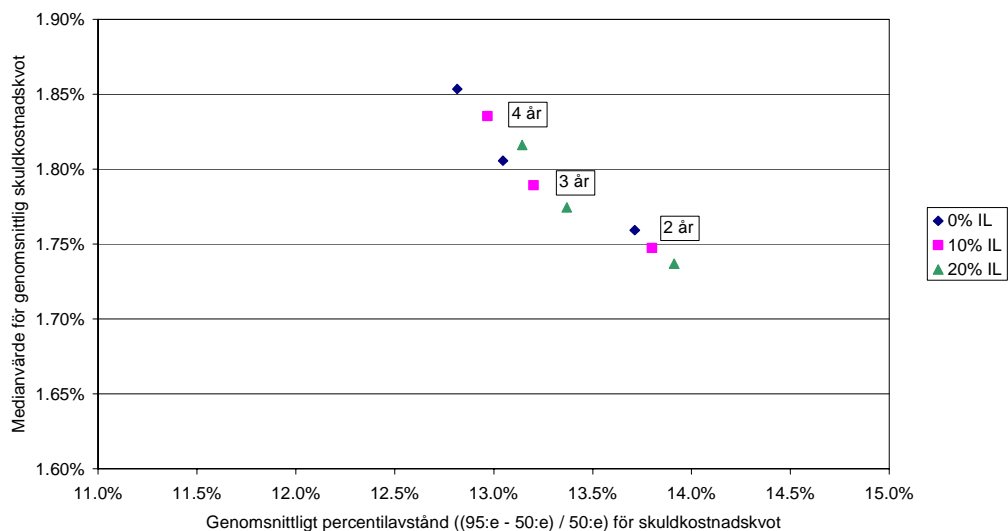
### **4.3.2 Basscenario**

I basscenariot används den grundparameterisering av den ekonomiska modellen som presenterades i avsnitt 4.2.1. Figureerna 2 och 3 visar resultatet av simuleringarna av de nio strategier – eller portföljer – som presenterades i avsnitt 4.2.2. Den första figuren visar den förväntade genomsnittliga skuld-kostnadskvoten i förhållande till scenariorisken. Den andra figuren visar den förväntade genomsnittliga skuld-kostnadskvoten i förhållande till tidsserierisken.

Det huvudsakliga resultatet är att skillnaderna i risk mellan strategierna är små. Även om man jämför de portföljer som har högst respektive lägst risk, är skillnaden endast 1,5 procentenheter om man ser till scenariorisken, och 1,1 procentenheter om man ser till tidsserierisken. Det innebär t.ex. att om det värsta utfallet för den portfölj som har lägst risk är 50 procent större än det förväntade värdet, så är det värsta utfallet för den portfölj som har högst risk endast omkring 51 procent större än det förväntade värdet. Det betyder med andra ord att det värsta utfallet, mätt i relation till det förväntade värdet, i princip är det samma för samtliga strategier.



**Figur 2. Förväntad skuldkostnadskvot och risk (scenariorisk)**



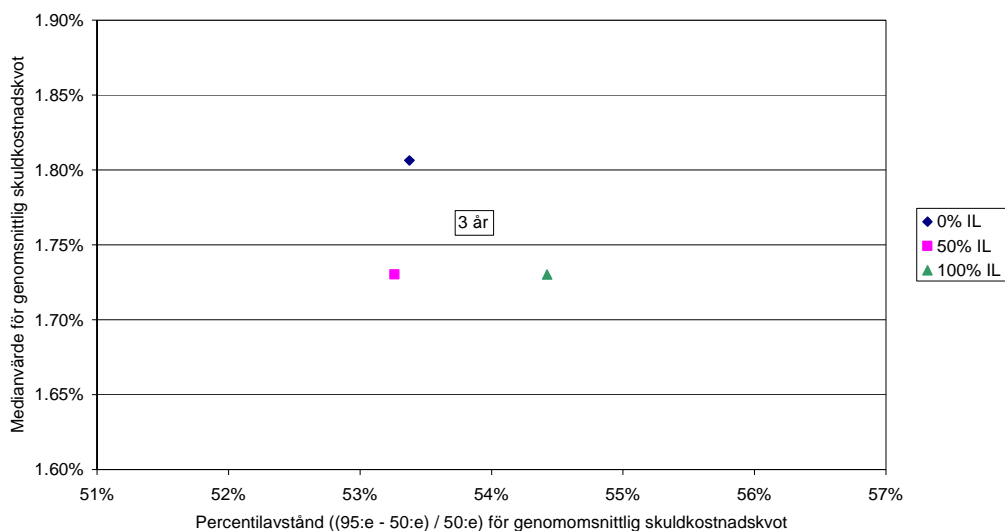
**Figur 3. Förväntad skuldkostnadskvot och risk (tidsserierisk)**

Med så små skillnader mellan portföljstrategierna är det ointressant att försöka tolka och förklara den inbördes relationen mellan portföljerna. Man kan dock ändå konstatera att realobligationer i vissa fall tycks ha en riskökande effekt, medan de i andra tycks minska riskerna. Man skulle kunna tänka sig olika förklaringar till varför det förhåller sig så, men med tanke på att kostnadsskillnaderna mellan portföljerna är så små är det mer sannolikt att dessa har uppkommit på grund av slumpmässiga faktorer, som har mer att göra med portföljmodelleringen än med reella ekonomiska samband.

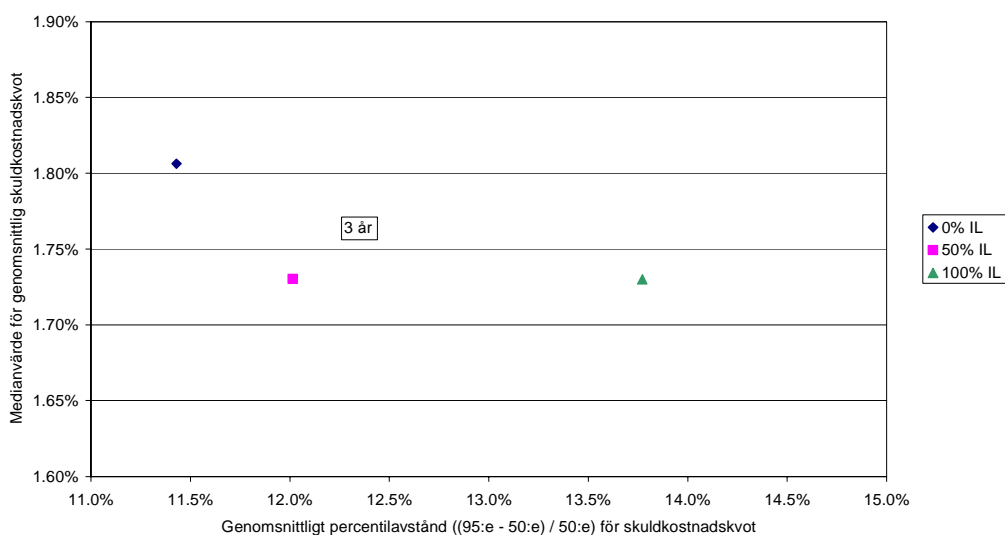
Det bör även nämnas att i fjolårets analysarbete fann kontoret att en kortare löptid i skulden gav såväl lägre kostnad som lägre risk. I årets analysarbete tyder resultaten på det motsatta. Det bör dock understrykas att det även i detta fall rör sig om försumbara skillnader mellan portföljerna.

### 4.3.3 Basscenariot med skuld endast i svenska kronor

I de modellsimuleringar som presenterats hittills har kontoret undersökt sådana portföljsammansättningar som innefattar både svensk och utländsk valuta. Detta är en naturlig utgångspunkt eftersom det ger en realistisk bild av den statsskuldportfölj som kontoret faktiskt förvaltar i dagsläget. För att renodla analysen och bättre kunna belysa huvudfrågan om samspelet mellan nominella och reala obligationer kan det dock vara en god idé att undersöka sådana portföljer som enbart innehåller lån i svenska kronor.



**Figur 4. Förväntad skuldkostnadskvot och risk (scenariorisk) – 0, 50 och 100 % realskuld**



**Figur 5. Förväntad skuldkostnadskvot och risk (tidsserierisk) – 0, 50 och 100 % realskuld**

I detta avsnitt undersöks tre portföljer som inte innehåller någon valutaskuld, men som har med vitt åtskilda andelar realobligationer, nämligen 0, 50 och 100 procent. Durationen i de tre portföljerna är tre år för den nominella delen av skulden och tio år för den reala delen av skulden. Resultaten redovisas i figu-

rerna 4 och 5. Båda dessa visar emellertid att det, trots betydliga skillnader i andelen reallån, fortfarande är små skillnader i risk mellan de olika portföljerna.

Ser man på hur de tre portföljerna placerar sig i förhållande till varandra finns det dock en antydning till att riskdiversifiering fungerar som teorin förutsäger: portföljen som innehåller både reala och nominella obligationer ger lägre risk till samma förväntade kostnad som portföljerna med bara ett slags obligationer. Detta gäller för båda riskmått. Man kan därför säga att resultaten här har förväntat tecken, även om det bör betonas att skillnaderna fortfarande är för små för att vara av ekonomisk betydelse.

Resultaten hittills tyder på att diversifieringseffekterna av reallån är små. Detta kan vara en effekt av modellens uppbyggnad och parameterisering. Modellen beskriver ju en stabil ekonomi utan stora chocker och med fullt förtroende för det penningpolitiska inflationsmålet. Det medför att korrelationen mellan kostnaderna för reala och nominella obligationer är hög, vilket i sin tur innebär att de potentiella diversifieringseffekterna är små.<sup>3</sup>

Det teoretiska diversifieringsargumentet underbyggs annars av att reala och nominella obligationer är varandras spegelbilder, något som diskuteras utförligt i avsnitt 3.3. Om den realiserade inflationen är högre än väntat samtidigt som tillväxten är låg (stagflation), är det fördelaktigt att ha nominell skuld. Om den realiserade inflationen däremot är lägre än väntat samtidigt som tillväxten är låg, är det fördelaktigt att ha real skuld, eftersom kostnaderna för denna minskar i proportion till priset.

Realobligationer kan alltså vara ett sätt att minska risken för stora uppgångar i skuldkostnaderna till följd av chocker i inflation eller räntor. Detta är kanske inte så mycket en traditionell diversifieringseffekt utan mer en form av hedging eller försäkring. Kontorets modell är en stokastisk simuleringsmodell och är inte avsedd för att testa olika typer av chockscenarier. För att ändå i någon mån kunna undersöka denna teori kan man dock ändra på parameteriseringen av inflationen. Kontoret testar därför i den följande känslighetsanalysen två olika scenarier där inflationen antas vara procyklisk i det första scenariot och kontracyklisk i det andra scenariot (stagflations scenariot).

#### **4.3.4 Känslighetsanalys**

Även i känslighetsanalysen använder kontoret för tydlighetens skull endast de tre portföljer som innehåller 0, 50 och 100 procent realobligationer. I det första scenariot följer inflationen en regimskiftande AR(1)-process, där den genomsnittliga inflationen är satt till 3 procent i högkonjunktur och 1 procent i lågkonjunktur. Detta borde leda till ett mer förmånligt utfall för realobligationer i termer av risk, eftersom kostnaderna för skulden ökar då tillväxten i ekonomin är hög och minskar då tillväxten i ekonomin är låg.

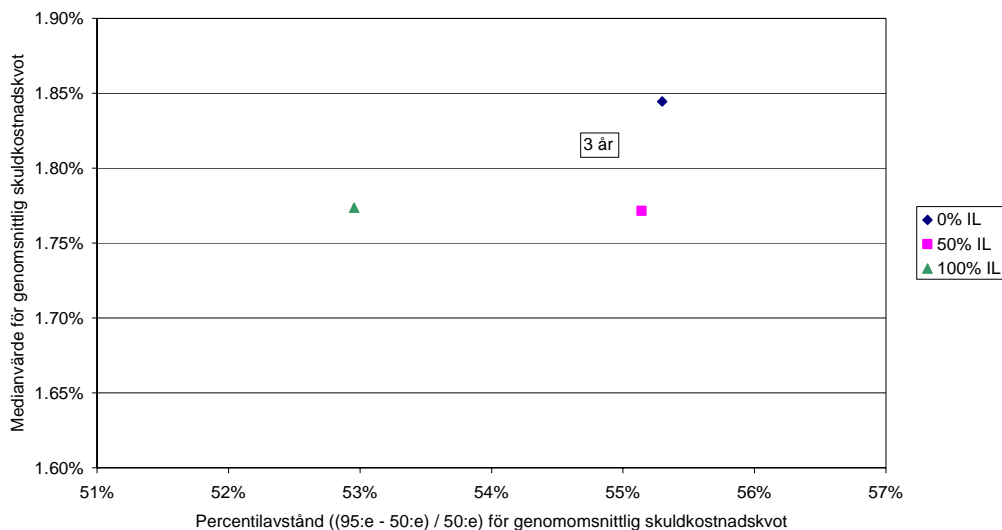
Resultaten presenteras i figurerna 6 och 7. Från den första figuren framgår att det är portföljen med enbart realobligationer som är den mest förmånliga om man ser till scenariorisken. Intuitionen bakom detta är att med en procyklisk inflation blir kopplingen mellan kostnaderna för realobligationer och BNP-

---

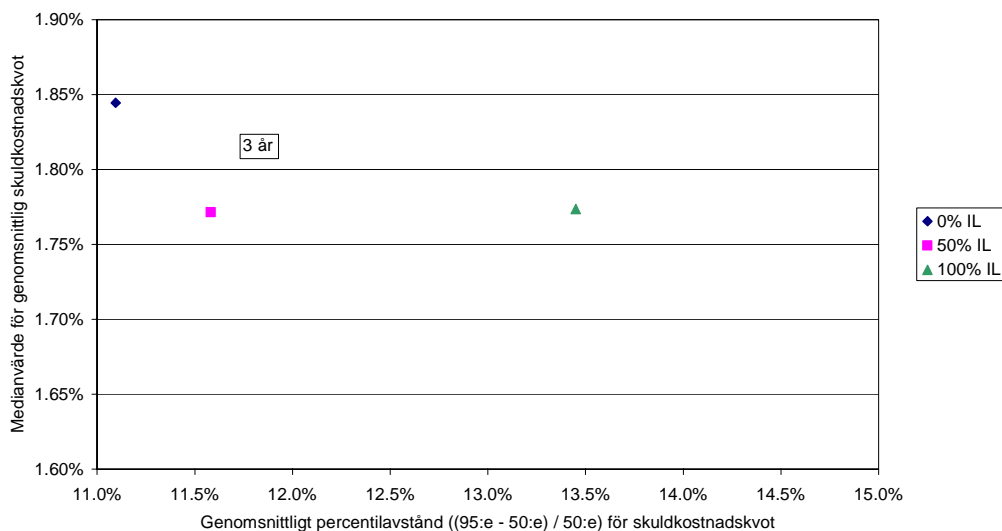
<sup>3</sup> I simuleringarna är medianvärdet för korrelationen mellan skuldkostnadskvoterna för portföljerna med 0 respektive 100 procent realobligationer 0,93.

tillväxten stark och skuldkostnadskvoten därmed stabil (dvs. risken låg). I detta scenario finns det dock inget utrymme för riskdiversifiering, eftersom portföljen med 100 procent realobligationer är den portfölj som både har lägst kostnad och risk.

Figur 7 ger ett annorlunda resultat för tidsserierisken. Här är det portföljen med enbart nominalobligationer som är den minst riskfyllda. I denna figur syns dock den typiskt svängda fronten, som visar att man kan reducera risken i en portfölj till en oförändrad kostnad genom att blanda skuldslagen.



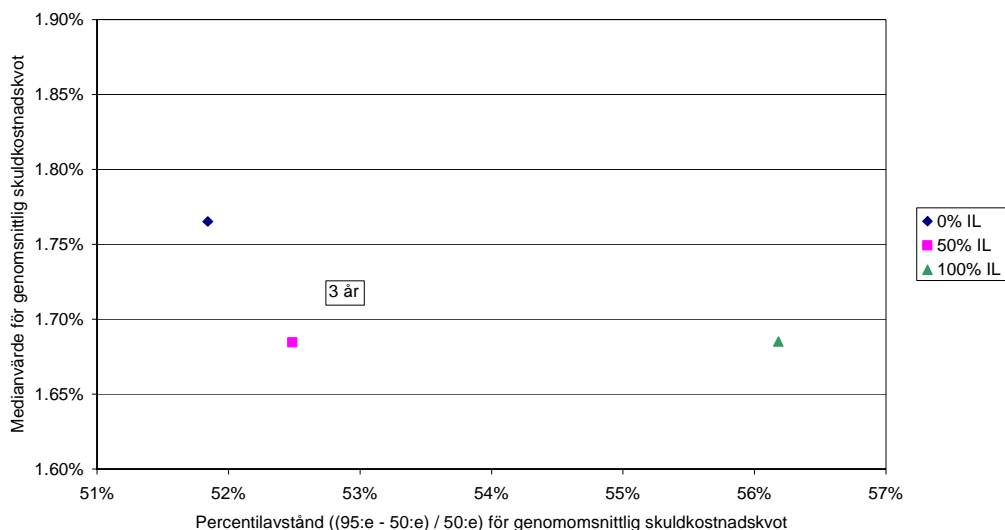
**Figur 6. Procyklisk inflation: Förväntad skuldkostnadskvot och risk (scenariorisk) – 0, 50 och 100 % realskuld**



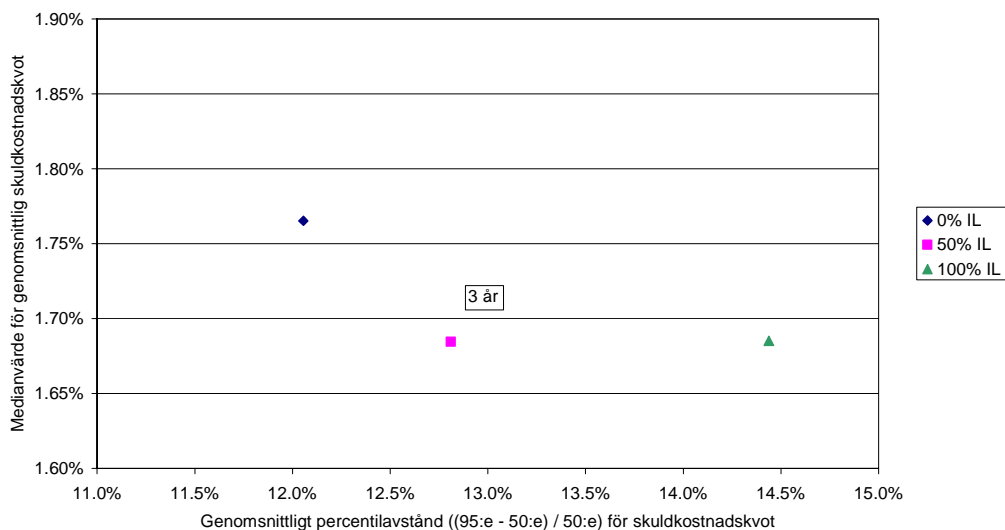
**Figur 7. Procyklisk inflation: Förväntad skuldkostnadskvot och risk (tidsserierisk) – 0, 50 och 100 % realskuld**

I det andra scenariot är inflationen kontracyklisk, med en inflation på 1 procent i högkonjunktur och 3 procent i lågkonjunktur. Realobligationer blir

i ett sådant scenario mycket riskfyllda eftersom det uppstår en negativ koppling mellan deras kostnader och BNP-tillväxten. Kostnaderna tenderar att vara höga när tillväxten är låg och vice versa, vilket leder till större variation i skuld-kostnadskvoten. Som en följd av detta kommer den mest förmånliga portföljen i termer av risk att vara den portfölj som enbart innehåller nominella obligationer, något som också framgår av figurerna 8 och 9. Det är dock fortfarande möjligt att uppnå diversifieringseffekter även i detta scenario med hjälp av en portfölj som innehåller både nominella och reala obligationer.



**Figur 8. Kontracyklisk inflation: Förväntad skuldkostnadskvot och risk (scenariorisk) – 0, 50 och 100 % realskuld**



**Figur 9. Kontracyklisk inflation: Förväntad skuldkostnadskvot och risk (tidsserierisk) – 0, 50 och 100 % realskuld**

De båda experimenten som presenteras ovan ger exempel på de mekanismer som diskuteras i avsnitt 3.3. Men de visar också att de kvantitativa skillnaderna



i risk mellan portföljerna är små. Som tidigare påpekats går det inte att utesluta att detta är en effekt av modellens konstruktion och/eller parameterisering. Även med en cyklisk inflationsutveckling är modellen en avbild av en mycket väl fungerande ekonomi, utan svårare chocker, något som kan vara förklaringen till att det är svårt att upptäcka några betydande riskdiversifierande eller hedgande effekter av reallån. Det kan givetvis också vara så att modellen ger en realistisk bild av verkligheten, dvs. att effekterna faktiskt är förhållandevis små, och att det bara i vissa extrema ekonomiska situationer, t.ex. vid deflation, som reallån påtagligt bidrar till att minska kostnaderna i statsskulden.

Den intressanta frågan är alltså om de små skillnaderna i risk mellan portföljer med olika realandel är en rättvisande bild av verkligheten eller om de beror på modellspecifika faktorer som modellens struktur, parameterisering eller portföljhantering. Ett intressant experiment är därför att använda sig av en faktisk ekonomisk utveckling i stället för de som genererats av den ekonomiska simuleringssmodellen.

### **4.3.5 Modellen med historiska data**

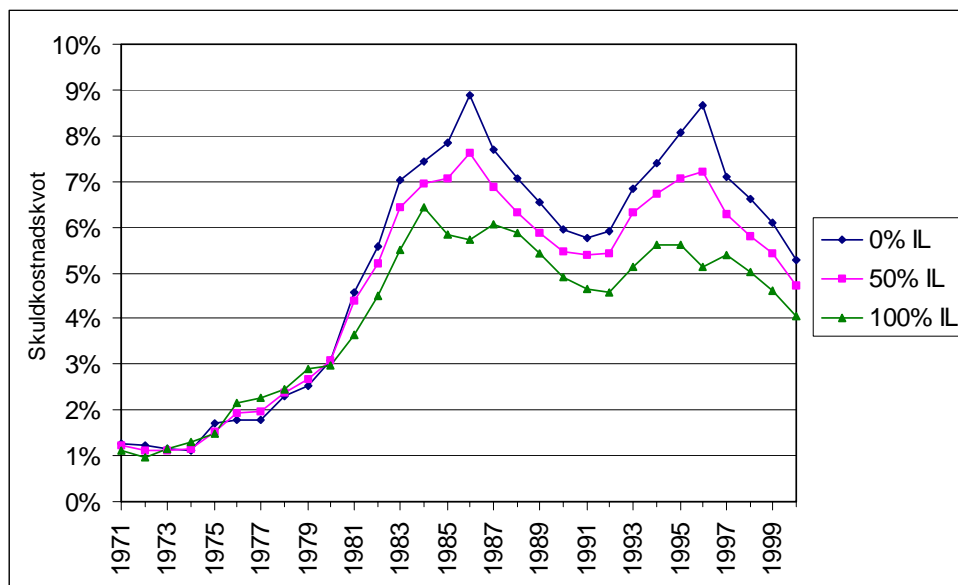
I detta experiment undersöker kontoret utfallet för olika strategier om man istället för simulerade makroekonomiska och finansiella variabler använder faktiska data för kort och lång ränta, real BNP, KPI och statens lånebehov för perioden 1971-2000, och använder modellen enbart för att hantera portföljen och beräkna kostnader och risker.<sup>4</sup> Även i detta experiment undersöks de tre strategierna med 0, 50 respektive 100 procent realobligationer.

Den historiska period som används rymmer mer extrema händelser än vad makromodellen genererar. Samtidigt måste man komma i håg att historia är historia och egentligen bara säger någonting om hur det har varit, och inte någonting hur det kommer att bli i framtiden. Det historiska materialet kan dock hjälpa oss att förstå samspelet mellan reala och nominella obligationer på ett bättre sätt, framför allt beträffande den försäkringsaspekt som diskuteras i avsnitt 3.3.

Den sistnämnda effekten framgår tydligt när man kör de tre portföljerna (0, 50 och 100 procent realobligationer) genom den historiska perioden. Resultatet i figur 10 visar att det mellan 1971 och 2000 funnits åtminstone två tillfällen då kostnaderna för en portfölj med enbart reallån och en portfölj med enbart nominella lån skulle ha utvecklats åt motsatt håll. Det är därför uppenbart att en portfölj med både reala och nominella obligationer skulle ha gett en utveckling där de mest extrema utfallen kunde ha undvikits. Man kan alltså se på reallånen i det här sammanhanget som en typ av försäkring eller hedgning.

---

<sup>4</sup> Eftersom realobligationer inte introducerades förrän 1994, finns inga data på realräntan dessförinnan. I detta experiment antas därför realräntan vara 3,5 procent över hela perioden. Ett alternativ vore att försöka skatta sambandet mellan real och nominell ränta med någon ekonometrisk metod och sedan använda resultatet för att uppskatta värden för realräntan före 1994. Kontoret har dock funnit, i en övning liknande den här, att de kvalitativa resultaten inte skiljer sig åt mellan att använda sådana ränteserier och en konstant ränta.



**Figur 10. Kostnadsutveckling i modellen med faktiska data – 0, 50 och 100 % realskuld**

#### 4.4 Sammanfattning och slutsatser

Riksgäldskontoret använder en internt utvecklad simuleringsmodell för att analysera olika portföljstrategier ur kostnads- och riskperspektiv. Modellen omfattar såväl svenska nominella och reala obligationer, som lån i utländsk valuta. Simuleringsmodellen är stokastisk, dvs. den bygger på att man slumpmässigt genererar ett stort antal tänkbara ekonomiska scenarier och utifrån dessa beräknar kostnader för olika portföljstrategier.

Modellen består av två delar: en makroekonomisk del som simulerar den ekonomiska utvecklingen, och en strategidel som beräknar de kostnader som olika strategier ger upphov till givet den ekonomiska utvecklingen. Den ekonomiska modellen omfattar tre ekonomier: Sverige, Euroland och USA. För var och en av dessa tre ekonomier simuleras real BNP, inflation, korta och långa räntor samt växelkurs. För Sverige simuleras även lånebehov, nominell BNP och realobligationsränta. Kontorets modell är uppbyggd så att de finansiella variablerna beror av utvecklingen i de makroekonomiska variablerna BNP och inflation.

Kontoret undersöker strategier som i första hand skiljer sig åt beträffande andelen realobligationer. I en första omgång undersöks portföljer med 0, 10 och 20 procent realobligationer, därefter ökas intervallen till 0, 50 och 100 procent. Kostnaderna som beräknas i modellen är i huvudsak kassaflödesbaserade, dvs. omfattar endast kupongbetalningar och realiserade effekter av förändrade valutakurser och KPI-förändringar som inträffar då obligationer förfaller eller köps tillbaka.

Slutsatsen av kontorets modellkörningar är att det är små skillnader i risk mellan portföljer med olika andel realobligationer. Även om man undersöker hela intervallet mellan 0 och 100 procent realobligationer får man inga resultat som tyder på att det skulle finnas tydliga diversifieringseffekter av att blanda reala och nominella obligationer. Om det är realobligationer eller nominella obliga-

tioner som är minst riskfyllda varierar något med parameterisering och riskmått, men skillnaderna dem emellan är hursomhelst inte ekonomiskt signifikanta.

Kontorets simuleringsmodell ger alltså inga kvantitativa belägg för riskdiversifiering i traditionell mening, dvs. en kontinuerligt riskminskande effekt, av att inkludera både reala och nominella obligationer i statskuldsportföljen. För att undersöka i vilken mån detta är en effekt av att simuleringsmodellen beskriver en välartad ekonomi utan egentliga chocker har användaren kontoret modellens strategidel för att analysera vilka kostnader den historiska utvecklingen mellan 1971 – 2000 skulle ha givit upphov till. I analysen framkommer att en blandning av skuldslagen haft en riskminskande effekt historiskt sett. Genom att ha både reala och nominella lån i portföljen hade man vid åtminstone två tillfällen klart ha kunnat begränsa effekterna på skuldkostnadskvoten av chocker i räntor och/eller inflation. Det historiska materialet stöder således det kvalitativa resonemanget i avsnitt 3.3.

## **5 Realobligationer i praktiken**

### **5.1 Utgångspunkter**

Analyserna i avsnitt 3 och 4 ger vid handen att det finns skäl att inkludera realobligationer i statsskuldsportföljen. Resonemangen har dock främst ägnats åt effekter på riskerna och i mindre grad beaktat kostnaderna för att öka andelen reallån. Innan man tar ställning till hanteringen av realskulden måste skillnaderna i praktiskt hänseende mellan finansiering via reala respektive nominella obligationer beaktas.

Nominella obligationer är kärnprodukten i alla länders räntemarknader och de är föremål för omfattande nationell och internationell handel. Det gör att marknaderna är djupa och likvida, dvs. staten kan med nominella obligationer normalt låna stora belopp utan att mer än marginellt påverka lånevillkoren. Realobligationer är i jämförelse en liten produkt. Få länder har realobligationsmarknader av någon betydelse och marknader är mindre likvida och mindre internationaliserade. Detta begränsar, åtminstone i utgångsläget, statens möjligheter att nyemittera realobligationer.

Samtidigt gäller att realobligationer är ett unikt finansiellt instrument. De erbjuder både emittenter och placerare möjligheter att förbättra sina portföljers egenskaper jämfört med en situation där inga reallåneinstrument finns att tillgå. A priori finns det därför skäl att hävda att reala instrument bör ingå (med någon andel) i snart sagt varje långsiktig tillgångsportfölj. Reala placeringar borde vara intressanta.

Som låntagare måste staten beakta hur mycket det kostar att få del av dessa gynnsamma effekter, vilket i sin tur är beroende av hur intresserade investerarna är av att komplettera sina portföljer med reala obligationer. I detta avsnitt diskuterar kontoret några aspekter på förutsättningarna att till rimliga kostnader öka andelen realobligationer i statsskulden.

## 5.2 Realobligationsmarknadens förutsättningar

Realobligationer är, som nämnts, en marginell produkt på flertalet av världens obligationsmarknader. Med undantag för Storbritannien, där särskilda institutionella villkor råder, har det varit svårt att mer varaktigt få fart på efterfrågan och handel i realobligationer. I Sverige skedde huvuddelen av emissionerna under åren 1995–1997. Den perioden kännetecknades av relativt höga realräntor, men eftersom även inflationsförväntningarna och inflationsosäkerheten – och därmed de långa nominella räntorna – var höga bedömdes det vara förmanligt för staten att ge ut reala lån. Eftersom inflationsoron inte besannats, har realupplåningen även sett i efterhand gett lägre kostnader.

Under senare år har skillnaderna mellan nominella och reala räntor varit lägre, vilket kan tolkas som att det har varit relativt billigt för placerarna att skydda sitt sparande mot inflation. (Andra sidan av detta är att det har varit relativt dyrt för staten att låna realt, vilket gjort att Riksgäldskontoret hållit tillbaka utbudet och periodvis inte alls emitterat realobligationer.) Trots den låga försäkringspremien har efterfrågan på reala placeringar varit liten. Frågan är om trögheterna beror på tillfälliga, och därmed överkomliga, faktorer eller om realobligationer även framgent kan förväntas vara svårsålda.

Synen på reallån som en unik tillgångsklass med en självklar plats i väl diversifierade portföljer gör att svårigheterna framstår som överkomliga. Trögheterna skulle t.ex. kunna bero på att placeringsbesluten, i en ännu ung marknad, i alltför hög grad styrs av aktörer som jämför med nominella obligationer och mäter resultat i nominella termer. Realobligationer framstår därvid som lågavkastande och svåra att omsätta. Dessutom har de senaste åren präglats av speciella förhållanden som dels koncentrerat intresset till aktier, dels dämpat oron för inflation. Osäkerheten om börsutvecklingen har dock ökat under senare år, vilket lett till ökat intresse för ränteprodukter. Även inflationen har uppvisat större svängningar än väntat, vilket skulle kunna öka intresset för reala placeringar. Till bilden hör att den nominella räntenivån fortsatt är låg. När nominalräntan ligger kring 5 procent spelar även små skillnader i genomsnittlig inflationstakt, säg mellan 1,5 procent och 2,5 procent, roll för den realiserade reala avkastningen på en lång nominell obligation. I så måtto har placerarnas beteende inte anpassats till de senaste årens nedgång i räntenivån.

Med fortsatt informationsarbete borde kontoret kunna övertyga dem som ansvarar för strategiska portföljbeslut om realobligationers goda egenskaper. När väl reallån kommit med i förvaltarnas riktmärkesportföljer kommer efterfrågan att öka. Vidare ökar det långsiktiga sparandet, både privat och i offentligt reglerade former. Här har realplaceringar en naturlig plats. Under senare år har detta sparande i hög grad kanaliserats till aktier. Insikten om att en portfölj som kompletteras med realobligationer ger lägre risk för given förväntad avkastning bör över tiden få ökad spridning. Betydelsen av små skillnader i genomsnittlig inflation under perioder med låga räntor bör också väcka mer uppmärksamhet, ju mer etablerad den lägre räntenivån blir.

Förslaget i budgetpropositionen att vissa myndigheters reala kontoplaceringar i Riksgäldskontoret skall omvandlas till konventionella realobligationer kommer att öka stocken och aktiviteten i realobligationsmarknaden. Detta kan i sin tur få positiva effekter på privata placerares intresse för realobligationer. På lite

längre sikt skulle EMU-inträde kunna öka svenska placerares intresse för realobligationer, eftersom inflationsosäkerheten sannolikt blir större i EMU än med ett inhemskt inflationsmål.

Sett i detta perspektiv gäller det för staten att vara uthållig. Så småningom kommer informationen att nå fram och investerarnas intresse för realobligationer att vakna. Då kommer efterfrågan att öka och räntevillkoren bli mer gynnsamma för staten som låntagare. Detta är, i sammanfattning, det positiva scenariot för realobligationer.

Dock finns även faktorer som pekar i motsatt riktning. En hänger samman med att det pågår en allmän internationalisering av sparandemarknaden. Många placerare gör bedömningen att de har för stor andel inhemska tillgångar. Detta gäller både svenska och utländska aktörer. Följaktligen finns det anledning att räkna med såväl utflöden som inflöden av betydande storlek. Detta kan vara en utveckling som missgynnar realobligationer, eftersom utländska placerare vanligen inte har något intresse av att säkra sig mot svensk inflation. Endast synnerligen sofistikerade aktörer torde se exponering för olika länders KPI-risker som en spännande investeringsstrategi. Följaktligen torde en liten andel av det långsiktiga inflödet av utländskt kapital till Sverige riktas mot realobligationer. En markant ökning av realupplåning kan således förutsätta att svenska placerare omfördelar sitt sparande mot realobligationer.

Detta gäller sannolikt även vid svenskt inträde i EMU. Statens realobligationer är kopplade till svenskt KPI och bör sannolikt så förbli. Dels ger de därigenom bästa inflationsskydd för svenska placerare. Dels hänger svenskt KPI mer samman med statsfinanserna än ett prisindex för hela EMU eller ett utländskt prisindex. KPI-indexering gör således realobligationer mindre riskfyllda för staten. Svensk inflation kommer även i EMU att kunna variera avsevärt i förhållande till andra EMU-länders, eftersom Sverige har liten vikt i unionen. Placerare som vill försäkra sig mot generell inflation i euroområdet kommer att föredra t.ex. franska realobligationer, eftersom Frankrike har större vikt för den gemensamma penningpolitiken.

Tittar man på svenska hushålls egna finansiella portföljer förfaller expansionsutrymmet för realobligationer vara stort. Dessa domineras av aktier. Trots att aktier ofta kallas ”reala” tillgångar, ger de vanligen dåligt skydd mot oväntad inflation. Dock bör till det egna finansiella sparandet fogas de fordringar medborgarna har på det allmänna pensionssystemet. Då framkommer att inkomstpensionen har påtagliga likheter med en realobligation, vars avkastning är kopplad till den genomsnittliga löneutvecklingen. Priser och löner kan visserligen utvecklas olika. Likafullt är det inte uppenbart att den genomsnittlige spararen har för liten andel reallt sparande.<sup>5</sup>

Få hushållssparare gör en totalanalys av sina tillgångar där de inkluderar pensionsrätter i det allmänna pensionssystemet. Detta är därmed knappast förklaringen till att så stor del av hushållens finansiella sparande ligger i aktier.

---

<sup>5</sup> Resonemanget bortser från att AP-fonderna i stor utsträckning håller aktier och att aktivering av den automatiska balanseringen, till följd av dålig avkastning i buffertfonderna eller andra skäl, kan göra att löneindexeringen försämras. Från matchningssynpunkt kan det samtidigt hävdas att de reala åtagandena i pensionssystemet gör att realobligationer vore ett naturligt instrument för buffertfonderna. Beroende på riskbenägenheten i buffertfonderna kan dessa således komma att hålla en betydande andel realobligationer.

Sofistikationsgraden i svenska hushålls sparandebeslut torde dock komma att öka. Därmed är detta perspektiv på hushållens sparandebeslut relevant för förutsättningarna att öka andelen reallån i statsskulden.

### **5.3 Diversifiering kontra effektiv upplåning**

Statsskulden har minskat kraftigt under senare år. Givet de långsiktiga prognoserna om en återgång till positivt lånebehov och utrymme att fortsätta att flytta över från valutaupplåning till kronupplåning finns emellertid för närvarande inget behov att minska antalet låneinstrument.<sup>6</sup> Skuldens storlek begränsar således inte i sig utrymmet att öka realupplåningen.

På lång sikt är statsskuldens utveckling osäker. Skulle t.ex. beslut fattas om utförsäljningar av statliga tillgångar eller om skulden minskar av andra skäl skulle frågan om det finns utrymme för mer än ett antal nominella obligationslån aktualiseras. Eftersom reallån typiskt sett emitteras på långa löptider och är relativt illikvida – och därmed kostsamma att köpa tillbaka – innebär stor realupplåning hårdare låsningar i skuldpolitiken än motsvarande nominella lån. Skulden kan även komma att växa mer än förutsett. I så fall är det en fördel om staten givit ut långa reallån, eftersom refinansieringsbehovet (allt annat lika) blir lägre.

Ett sätt att väga dessa faktorer mot varandra kan vara att fortsätta att emittera reallån, men välja en i genomsnitt något kortare löptid än hittills. Även med tonvikt på något kortare lån skulle realskulden ha avsevärt längre löptid än den nominella och på så sätt bidra till att minska refinansieringsrisken. Samtidigt reduceras risken för inlåsnings i lån med förfall mer än ett par decennier fram i tiden.

### **5.4 Bör reallänemarknaden värdas även när lånevillkoren är oförmånliga?**

De senaste årens erfarenheter tyder på att placerarnas vilja att betala för inflationssäkring är liten i perioder när inflationstakten är stabil och inflationsmålet trovärdigt, dvs. efterfrågan på reallån har varit låg. Under sådana omständigheter är den premie som staten kan tillgodoräkna sig genom att ta över inflationsrisk liten eller t.o.m. negativ, eftersom nominalräntan minus den förväntade inflationen är lägre än räntan på realobligationen. Diversifieringsfördelarna av reallån blir därmed dyrköpta. Värdet av denna diversifiering kan dessutom synas vara lågt så länge inflationsmålet är trovärdigt. Frågan är om staten bör sluta att emittera realobligationer (och kanske t.o.m. köpa upp utestående realobligationer) med hänvisning till att Sverige numera har en etablerad och trovärdig låginflationsregim.

Svaret är beroende av vilka framtidsbedömningar som görs och vilken grad av riskaversion som tillämpas. Motiv för att på nytt emittera reala lån skulle uppstå om ekonomin hamnar i ett läge med höga inflationsförväntningar och/eller stor inflationsosäkerhet. Då är långa nominalräntor höga. Sannolikt är korträntorna minst lika höga, eftersom centralbanken kan ha behov av att genom stram penningpolitik demonstrera att inflationsoron är ogrundad. Nominell

---

<sup>6</sup> Överflyttning till kronupplåning sker oberoende av i vilken takt valutaskulden amorteras så länge Riksgäldskontoret skapar all valutaskuld genom kron/valutaswappar.

upplåning kommer då att framstå som dyr jämfört med real. Detta motsvarar den situation som rådde då Riksgäldskontoret gav ut huvuddelen av den nuvarande reallånestocken. Om staten är redo att tro på det egna inflationsmålet, är det under sådana omständigheter rimligt att flytta över en del av emissionerna till reala instrument. Det finns också anledning att tro att placerarnas efterfrågan på inflationsförsäkring är större i perioder med inflationsoro. Det är då en fördel om det finns en etablerad marknad för reallån så att staten snabbt kan ändra emissionsinriktning.

Av diskussionen i avsnitt 3 framgår att EMU-inträde sannolikt skulle bidra till att göra den svenska inflationstakten mer variabel. Vidare noterar kontoret att realobligationer möjligen skulle bidra mer till att stabilisera skuldkostnadskvoten i EMU än under ett inhemskt inflationsmål.

Givet att man inte utesluter att inflationsmålets hållfasthet kan komma att ifrågasättas eller att avvikelser från målet kan uppkomma – utanför eller innanför EMU – finns således ett försäkringsargument för staten att fortlöpande vårda realobligationsmarknaden. Ett led i sådan marknadsvård kan vara att emittera åtminstone små belopp även under perioder då de direkta lånekostnaderna kan framstå som höga.

Noteras kan att ett motsvarande försäkringsargument ibland har diskuterats som motiv för staten att fortsätta att låna i utländsk valuta. Även valutalån kan vara ett gynnsamt alternativ i lägen då de inhemska nominalräntorna är höga och den egna valutan, sannolikt, samtidigt är lågt värderad. Som Riksgäldskontoret tidigare framhållit är dock beredskapsmotiven för att fortlöpande låna i utländsk valuta svaga. Infrastrukturen på den internationella kapitalmarknad finns på plats oberoende av om den svenska staten regelbundet är aktiv som låntagare. Någon motsvarande marknad som upprätthålls utan insatser av staten finns inte för realobligationer, dvs. infrastrukturargumentet har större vikt. Samtidigt gäller att ju dyrare det är att hålla igång realobligationsmarknaden, desto mer förmånligt är det att i stället använda den internationella marknaden som säkerhetsventil om staten behöver tillgång till annat än nominella kronlån, trots de extra risker som följer.

Med denna utgångspunkt är en möjlig slutsats att staten kan ha anledning att upprätthålla en marknad för realobligationer för att kunna flytta upplåning från nominella till reala instrument under perioder när villkoren är förmånliga. Förutsättningen är att merkostnaderna för att hålla igång reallånemarknaden inte uppfattas som alltför höga. Däremot ger detta synsätt inte skäl för staten att öka andelen reallån. Försäkringsmekanismen avser i detta fall möjligheten att omfördela flödet av nyupplåning från nominellt till realt, medan diversifieringsresonemangen i avsnitt 3 tar fasta på fördelarna av att skuldportföljen innehåller en viss andel reallån.

## **5.5 Marknadsvårdsstrategi för realobligationer**

Marknadsvård är en viktig del i kontorets allmänna lånestrategi. Uppgiften att utveckla marknaden är extra viktig för ett relativt nytt skuldslag. Kontoret säljer realobligationer via auktioner där fyra återförsäljare har rätt att delta. Återförsäljarna har åtagit sig att agera som länk till placerarna och att verka för att bredda investerarbaser. Det innebär att de, exempelvis via seminarier och

analyser, försöker öka kunskapen kring realobligationer. Återförsäljarna har också ett ansvar gentemot Riksgäldskontoret att verka för en väl fungerande andrahandsmarknad. Inför varje år måste de som vill bli återförsäljare ansöka om detta, och redovisa sina affärsplaner för realobligationer. Riksgäldskontoret betalar provision till återförsäljarna.

Handeln i realobligationer präglas av svårigheten att täcka den risk som uppstår då en återförsäljare köper eller säljer realobligationer. I andra marknader finns en mängd aktörer med motstående intressen och derivatinstrument, som ger hög likviditet och möjliggör effektiv riskhantering. För att underlätta riskhanteringen för återförsäljarna, och därmed förbättra likviditeten, genomför kontoret på förfrågan byten mellan realobligationslån. Kontoret erbjuder också återförsäljarna att via repor låna realobligationer i det fall de sålt obligationer och sedan har svårigheter att täcka sin position.

Riksgäldskontoret har under de senaste åren också anordnat och deltagit i placerarträffar, såväl i Sverige som internationellt, för att få nya placerargrupper att intressera sig för realobligationer. En intressant möjlighet är att öka informationen även till mindre placerare och hushåll. Kontoret erbjuder reala placeringar både via konventionella realobligationer och inom Riksgäldspar. Riksgäldskontoret har för avsikt att fortsätta att informera om reala sparprodukter och deras egenskaper. För att skapa en genuin efterfrågan från större placerare är det avgörande att det även finns en efterfrågan och kunskap om realobligationer bland privatpersoner. Om Riksgäldskontoret lyckas väcka intresset för realobligationer bland en bredare allmänhet, kommer också de större placerarnas beteende att påverkas. Kontoret bedömer således att bred information om realobligationers egenskaper i det marknadsläge som nu råder bör ha förutsättningar att få gott gensvar. Chansen bör också finnas att få fler fondbolag och andra mellanhänder att komplettera sitt utbud med realobligationer.

Det är i detta sammanhang viktigt att konstatera att även om marknadsläget för realobligationer synes vara bättre än tidigare måste arbetet med att utveckla marknaden ses i ett långsiktigt perspektiv. Det är fråga om att etablera ett nytt tillgångsslag på den svenska finansiella marknaden, vilket tar tid.

## **5.6 Slutsatser**

Realobligationer är ett instrument med statsskuldspolitiskt intressanta egenskaper. Principiellt finns det, som kontoret framhåller i avsnitt 3, goda skäl för staten att finansiera en inte obetydlig andel av statsskulden med reallån för att förbättra statsskuldens riskegenskaper. Resultaten av de studier som redovisas i avsnitt 4 ger liten vägledning om hur stor andelen bör vara genom att skillnaderna mellan nominella och reala lån framstår som obetydliga. Givet att de kan skilja sig väsentligt åt i mer extrema lägen än de som fångas av simuleringsmodellen överväger ändå i riskhänseende fördelarna med reallån. Om målet vore att minimera riskerna, skulle kontoret utan tvekan föreslå att andelen reallån skall ökas från nuvarande 8 procent. En realandel på, säg, 15–20 procent torde krävas för att ge nämnvärda diversifieringseffekter.

Målet för statsskuldförvaltningen är emellertid att minimera kostnaderna och hänsyn till risk är en restriktion på problemet att minimera kostnaderna. Där-



med är det nödvändigt att beakta kostnaderna för att öka realandelen. Erfarenheterna hittills, och i synnerhet från senare år, indikerar att efterfrågekurvan för realobligationer är uppåt lutande, dvs. staten måste för att kunna emittera påtagligt större volymer realobligationer erbjuda realräntor som är höga i förhållande till de nominella räntorna. Under dessa förhållanden skulle staten tvingas betala en premie för att öka andelen realobligationer. Fördelarna från risksynpunkt gör att staten kan vara beredd att betala en viss premie, men målet om kostnadsminimering gör att betalningsviljan är begränsad.

De praktiska slutsatserna om realobligationers roll i statsskuldportföljen beror därmed i hög grad på i vilken mån det finns skäl att räkna med ökat intresse för reala placeringar på sikt. En relaterad fråga är om och på vilket sätt Riksgäldskontoret kan bidra till att vidga marknaden för realobligationer. Kontorets bedömning är att fortsatta breda informationsinsatser kan leda till ökat intresse för realobligationer. Detta gäller inte minst i en miljö där aktieplaceringar på nytt framstår som riskfyllda.

Som kontoret har redovisat ovan finns det både positiva och negativa faktorer att peka på vid bedömningen av utsikterna för realobligationsmarknaden. Det tyngsta positiva argumentet är realobligationers unika egenskaper och gynnsamma effekter på relationen mellan förväntad avkastning och risk i finansiella portföljer. Mot detta måste vägas bl.a. att placeringarna tills vidare visat begränsat intresse för att ta till vara dessa egenskaper. Enligt Riksgäldskontorets bedömning överväger vid en långsiktig utvärdering de positiva faktorerna. Kontoret anser således att det finns förutsättningar att utveckla realobligationsmarknaden. Ambitionen bör därför även fortsättningsvis vara att till rimliga kostnader öka andelen reallån i statsskulden. Kontoret vill betona att perspektivet bör vara långsiktigt. Det innebär bl.a. att det inte finns anledning för staten att snabbt dra upp realandelen.

Som kontoret pekat på ovan varierar villkoren för realupplåning över tiden, bl.a. beroende på att inflationsförväntningar och inflationsosäkerhet inte är konstanta, ens i en regim som präglas av grundläggande tilltro till penningpolitikens mål. Även utvecklingen på tillgångsmarknaderna kan påverka aktörernas intresse av att ha en viss andel säkra placeringar. Inom ramen för en långsiktig strävan att öka realandelen i statsskulden bör riktlinjerna därför utformas så att kontoret har möjlighet att anpassa emissionstakten till marknadsläget och de aktuella lånevillkoren.

## **6 Förslag till riktlinjer**

### **6.1 Inledning**

Huvudpunkterna i tidigare riktlinjebeslut har varit att regeringen angivit riktvärden och ramar för hanteringen av amorteringen av valutaskulden och för realupplåningen. Därav följer att det resterande bruttolånebehovet skall täckas med nominell upplåning. Regeringen har vidare lagt fast riktvärden för durationen i den samlade kron- och valutaskulden, samt för löptiden i nyupplåning i realobligationer. Därutöver har regeringen styrt förfalloprofilen genom att ange en maximigräns för hur stor del av statsskulden som får förfalla under rullande tolv månadersperioder. Som framgår av avsnitt 2 har kontoret inte

funnit anledning att föreslå några nämnvärda ändringar i uppläggningsriktlinjerna. Förslaget är således uttryckt på i princip samma sätt som de gällande riktlinjerna. Kontoret föreslår dock att den nuvarande detaljstyrningen av förfalloprofilen skall tas bort.

I fjolårets beslut angav regeringen att tidsperspektivet i riktlinjerna framgent bör vara treårigt för att på så sätt omfatta samma period som utgiftstaket för statens budget. I överensstämmelse med den uppläggningsriktlinjen redovisar kontoret förslag till dels preliminära riktlinjer för 2004 som uttryck för den långsiktiga inriktningen, dels bindande riktlinjer för 2002.

## 6.2 Valutaskulden

**Riksgäldskontorets förslag:** Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2002 föreslås vara 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör få avvika från den angivna takten med -25 respektive +10 miljarder kronor. Riktvärdet för amorteringen av valutaskulden 2003 och 2004 bör anges till 35 miljarder kronor.

### 6.2.1 Gällande riktlinjer

Riktvärdet för amorteringen av valutaskulden under år 2001 sattes i november till 35 miljarder kronor. Samtidigt angav regeringen att inriktningen för 2002 och 2003 är att amorteringstakten skall vara oförändrad. Regeringen beslutade vidare att Riksgäldskontoret får avvika från riktvärdet med  $\pm 15$  miljarder kronor. Regeringen angav att flexibiliteten skall utnyttjas för att främja målet att minimera kostnaderna med beaktande av risk och nämnde bl.a. ändringar i lånebehovet och strategiska bedömningar av kronkursens utveckling som faktorer att beakta.

Riksgäldskontoret beslutade i december att sänka takten i amorteringarna under 2001 till 25 miljarder kronor med hänvisning till att kronan avvek från sitt långsiktigt motiverade värde och att det därför var dyrt att betala tillbaka valutalån. Till följd av den ytterligare försvagningen av kronan meddelade kontoret i juni att låneplaneringen skulle inriktas på amorteringar på 20–25 miljarder, så nära intervallens nedre gräns som möjligt. I juli beslutade regeringen att ändra riktvärdet för innevarande år till 25 miljarder kronor. I beslutet hänvisade regeringen till kronans låga värde och att kontoret utnyttjat det utrymme som gavs i det ursprungliga riktlinjebeslutet. Regeringen ansåg det angeläget att Riksgäldskontoret skulle ges möjlighet att ytterligare dra ned växlingstakten i det fall det bedömdes lämpligt för att minska kostnaderna för statsskulden förvaltning. Regeringen betonade samtidigt att den principiella utgångspunkten och ambitionen även fortsättningsvis är att valutaskulden långsiktigt skall minskas. Som en följd av de ändrade riktlinjerna beslutade Riksgäldskontoret att minska amorteringarna under 2001 till 10–15 miljarder kronor.

### 6.2.2 Överväganden och förslag avseende 2004

Eftersom det långsiktiga målet är väsentligt för i vilken riktning man bör röra sig på kort sikt, behandlar kontoret först frågan om inriktningen för 2004. Enligt kontorets uppfattning gäller alltså den analys som ledde till slutsatsen att valutaandelen i statsskulden långsiktigt bör reduceras. Bilden av att valuta-

skuld är förknippad med större risk än kronaskuld har om något förstärkts av de stora växelkursrörelser som präglade 2001. Inte heller när det gäller utvecklingen av statsfinanserna och relationen mellan budgetsaldot och amorteringstakten har det framkommit något väsentligt nytt som ändrar de bedömningar som gjordes förra året. I sammanhanget bör noteras att valutaandelen av skulden hittills under året ökat. Det beror delvis på överföringar av kronobligationer från AP-fonden och Riksbanken, vilket reducerat den totala skulden utan att påverka valutaskulden. Vidare har amorteringarna under året varit mindre än vad som krävs för att reducera valutaandelen. Kronans försvagning gör dessutom att valutaskulden ökat något, trots amorteringar under 2001. Vid årsskiftet var valutaskulden inklusive skuldskötselåtgärder 391,6 miljarder kronor. Den 31 augusti rapporterades den till 392,4 miljarder, vilket motsvarar en tredjedel av skulden. Till följd av ojämnheter i förfalloprofilen förväntas (vid oförändrad växelkurs) en viss ytterligare ökning fram till årets slut.

Riksgäldskontoret anser att det finns ett värde i att inriktningen i riktlinjerna avseende takten i amorteringarna grundas på långsiktiga överväganden. Slutsatsen att valutaandelen på sikt skall reduceras bygger på bedömningar av vad som utgör en ändamålsenlig skuldportfölj för staten. I den bedömningen ingår inte kronans aktuella värde, utan den avgörande faktorn är att svängningar i kronans värde gör att valutaskuld är förknippad med högre risk utan att erbjuda några kostnadsmässiga fördelar. Följaktligen finns det inte skäl att ändra den långsiktiga inriktningen med hänvisning till kronkursen. Med hänsyn till växelkursers svängningar är det för övrigt inte meningsfullt att låta inriktningen för 2004 styras av kronans nivå hösten 2001.

Mot denna bakgrund föreslår Riksgäldskontoret att riktvärdet för amorteringen av valutaskulden 2004 anges till 35 miljarder kronor. Det är samma takt som i fjolårets riktlinjebeslut angavs för perioden 2001–2003.

### **6.2.3 Överväganden och förslag avseende 2002**

Givet att målet alltså är att långsiktigt reducera valutaandelen är nästa fråga hur riktlinjerna för valutaskuldens hantering under 2002 bör utformas. Det gäller dels om riktvärdet skall fastställas till 35 miljarder i enlighet med den långsiktiga inriktningen i fjolåret, dels vilket intervall kring riktvärdet som skall anges som ram hanteringen av valutamandatet.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning bör den *primära* utgångspunkten vara att sätta riktvärdet till 35 miljarder kronor. Den siffran är, som framhålls ovan, ett uttryck för strävan att långsiktigt reducera valutaandelen. Vidare bör, som regeringen betonade i fjolårets beslut, tidsperspektivet i regeringens riktlinjer vara relativt långt. Utifrån ett principiellt synsätt bör kronans värde då kontoret lämnar förslag till riktlinjer för statsskulden förvaltning därför inte ha någon avgörande betydelse. Växelkurser svänger så mycket även på ett års sikt att kronans värde hösten 2001 inte ger någon stabil grund för att förutsäga utvecklingen under 2002. Dessutom omges riktvärdet av ett intervall, som gör att Riksgäldskontoret har möjlighet att sänka amorteringstakten om kronan bedöms vara undervärderad då riktlinjebeslutet börjar gälla, på samma sätt som skett i år.

Skulle kronan under hösten ligga kvar på de svaga nivåer som gällt hittills under 2001 vore det dock ologiskt att ange ett riktvärde på 35 miljarder kronor. Dels beslutade regeringen i juli att minska riktvärdet för amorteringstakten från 35 till 25 miljarder med hänvisningen till den svaga kronkursen, dels har Riksgäldskontoret fattat beslut om att dra ner valutaamorteringen till den nedre gränsen i det nya intervallet, också det med hänvisning till den svaga kronan. Att då, utan att kronan förstärkts märkbart, föreslå 35 miljarder skulle inte stå i samklang med tidigare beslut. Regeringen skulle i så fall behöva revidera sitt beslut efter bara någon eller några månader om kronkursen är oförändrad. Som regeringen betonat bör sådana ändringar bara ske i undantagsfall. Regeringen bör således ange ett riktvärde och ett intervall som gör att olika växelkursförlopp kan hanteras utan att det annat än i undantagsfall krävs extra regeringsbeslut.

Riksgäldskontoret gör bedömningen av kronan kommer att stärkas under 2002. För detta talar en god fundamental utveckling i Sveriges ekonomi samt att svenska tillgångar torde te sig attraktiva för utländska investerare vid dagens nivå på kronan. Osäkerheten i bedömningen är emellertid stor och det är rimligt att kronan i genomsnitt under nästa år kommer att vara svag i jämförelse med tidigare prognoser p.g.a. den kursnivå som etablerats under 2001. Därtill kommer att överskottet i statsfinanserna till följd av den dämpade tillväxten förväntas bli lägre än enligt tidigare bedömningar. Riksgäldskontoret menar därför att det är rimligt att även under nästa år amortera på valutaskulden i en lugnare takt än vad som följer av de preliminära riktlinjerna för 2002. Detta talar sammantaget för ett riktvärde på 25 miljarder kronor, samma som i gällande riktlinjer.

Givet de kronnivåer som noterats under de senaste månaderna kan det vara motiverat att under kortare eller längre tid avstå från amorteringar. Enligt kontorets bedömning vore det dock olämpligt att av detta skäl ändra riktvärdet. Det skulle innebära att riktlinjerna lästes i ett läge anpassat till att kronan kommer att förbli svag under hela nästa år. Om kronan stärks till mer normala nivåer, skulle det krävas ett nytt extra regeringsbeslut för att kontoret skall kunna anpassa amorteringarna till de nya omständigheterna.

En lämpligare åtgärd för att anpassa statsskuldshanteringen till de extrema förhållanden som råder på valutamarknaden är att vidga flexibiliteten i riktlinjerna, i första hand neråt. Med ett riktvärde på 25 miljarder skulle ett intervall på -25 respektive +10 miljarder göra det möjligt för kontoret att avstå från att amortera om kronan förblir svag. Intervallets övre gräns motsvarar den långsiktiga inriktningen på 35 miljarder per år. Med ett sådant mandat bör det vara möjligt att hantera valutaamorteringarna på ett kostnadseffektivt sätt utan extra riktlinjebeslut under året, i princip oberoende av hur kronan utvecklas. Under normala förhållanden ger ett intervall på  $\pm 15$  miljarder en lämplig avvägning mellan styrning och flexibilitet i hanteringen av valutaskulden, men kontoret anser att ett undantag är motiverat med hänsyn till kronans volatila utveckling.

Mot denna bakgrund föreslår Riksgäldskontoret att riktvärdet för amorteringen av valutaskulden under 2002 skall sättas till 25 miljarder kronor, oförändrat i förhållande till gällande riktlinjer. Det är lägre än vad regeringen angav som preliminär inriktning i förra årets beslut. Skälet är att kronan i utgångsläget ligger på låga nivåer och att genomsnittet under nästa år, trots en förväntad för-

stärkning av kronan, kan antas bli lägre än vad tidigare prognoser indikerat. Kontoret föreslår vidare ett intervall kring riktvärdet på +10 respektive -25 miljarder kronor. Det asymmetriska intervallet är en anpassning till de extrema rörelser som präglat den svenska kronan under det gångna året.

#### 6.2.4 Växlingar mellan kronor och utländsk valuta

**Riksgäldskontorets förslag:** Riksgäldskontoret bör som en anpassning till uppdraget att hantera amorteringarna på valutaskulden mer aktivt ges flexibla möjligheter att växla utländsk valuta mot svenska kronor. Genom ändring i instruktionen bör kontoret få rätt att växla direkt med andra motparter än Riksbanken. I likhet med övrig statsskuldshandling skall hanteringen av kontorets växlingar präglas av förutsägbarhet och tydlighet.

##### *Bakgrund*

Kontoret måste enligt 13 a § i förordning (1996:311) med instruktion för Riksgäldskontoret göra alla växlingar mellan kronor och utländsk valuta med Riksbanken (om inte Riksbanken avstår från att utföra växlingen, vilket hittills inte inträffat). I och med att staten amorterar på valutaskulden, och betalar räntor på utestående valutaskuld, nettoköper kontoret utländsk valuta, som Riksbanken initialt tar ur valutareserven. För att kompensera effekterna på valutareserven har Riksbanken valt att under en angiven period varje handelsdag köpa en förutbestämd summa utländsk valuta baserad på Riksgäldskontorets planerade amorteringar och räntebetalningar. Tidigare har Riksbanken lagt fast det dagliga växlingsbeloppet halvårsvis, men under 2001 har flera ändringar gjorts. Dels ökades växlingarna under en period i januari och februari för att kompensera för en betalning till EU som banken gjort via valutareserven. Dels beslutade Riksbanken efter kontorets beslut i augusti att minska amorteringstakten att banken skulle övergå till veckovisa växlingar under återstoden av året, eftersom det kvarstående beloppet var för litet för att fördelas mellan dagliga växlingar. Riksbankens syfte med att göra växlingarna på detta sätt är dels att jämna ut effekterna i valutamarknaden av kontorets behov av utländsk valuta, dels att skilja på köp som görs för att kompensera för kontorets valutaväxlingar från penning- och valutapolitiskt motiverade interventioner.

Regeringen tydliggjorde i förra årets riktlinjebeslut att Riksgäldskontoret, i syfte att minimera kostnaderna för statsskuldshandlingen, kan väga in kronans värde vid beslut om hur variationsintervallet i valutamandat skall hanteras, vilket kontoret också gjort under 2001. En ny praxis har därmed etablerats. För att mer aktiv hantering av valutaamorteringarna skall kunna ge besparingar för staten som helhet måste motsvarande ändringar ske i de transaktioner som görs gentemot aktörer utanför den statliga kretsen. Så är inte generellt fallet med nuvarande system för växlingar via Riksbanken.

Omfördelningar i tiden inom ramen för en angiven amorteringstakt har för närvarande inte någon betydelse för statens samlade kostnader, eftersom Riksbankens växlingar i marknaden görs i jämn takt. Mer varaktiga ändringar i amorteringstakten påverkar statens kostnader först när Riksbanken ändrar det dagliga växlingsbeloppet, vilket kan ske med eftersläpning. Riksgäldskontorets eventuella besparingar riskerar därmed att uppvägas av fördyringar för Riksbanken (eller vice versa). Eftersom Riksbankens kostnader påverkar bankens

inleverans, blir nettoresultatet för staten noll. För att tillmötesgå Riksbankens behov av underlag för beslut om sina dagliga växlingar måste Riksgäldskontoret dessutom i detalj offentliggöra sina planer avseende amorteringarna. Detta är normalt inte ändamålsenligt från statsskuldspolitisk synpunkt, eftersom det riskerar att höja kostnaderna.

Mot denna bakgrund anser kontoret att det nuvarande systemet bör omprövas. Målet bör vara att finna en lösning som är anpassad till Riksgäldskontorets uppdrag att hantera amorteringsmandatet mer aktivt och bl.a. väga in utvecklingen av kronan i syfte att minimera kostnaderna.

Stelheterna i det nuvarande systemet sammanhänger i betydande grad med Riksbankens metod för att hantera växlingarna i marknaden. Metoden betingas i sin tur av bankens behov av att göra skillnad mellan kompenserande valutaköp kopplade till kontorets transaktioner, å ena sidan, och valutapolitiska interventioner, å den andra. En lösning där kontoret har möjlighet att välja andra motparter än Riksbanken skulle således ge förutsättningar för mer flexibel hantering av växlingarna. Även beslut om växlingar skulle därmed vara ett medel för att sänka kostnaderna för statsskulden. Nedan skisserar kontoret ett förslag till sådan lösning.

### ***Förslag till system för hantering av Riksgäldskontorets valutaväxlingar***

Förutsägbarhet och transparens är viktiga element i kontorets övergripande strategi. Marknadens aktörer skall via riktlinjebeslut, förannonserade lånestrategier, tal m.m. kunna skapa sig en god bild av hur statsskuldspolitiken är uppbyggd. Detta minskar osäkerheten och sänker placerarnas avkastningskrav. Förutsägbarhet är således ett medel för att sänka statens lånekostnader. Ett system där kontoret växlar valuta i marknaden bör präglas av samma principer. Kontoret har som liten aktör små möjligheter att påverka valutamarknaden, men i den mån så kan ske har kontoret ett intresse av att marknaden fungerar väl och att undvika störningar, så att de nödvändiga växlingarna kan göras så smidigt och effektivt som möjligt.

Ett sätt att finna en lämplig balans mellan förutsägbarhet och flexibilitet är att hantera växlingar enligt den praxis som kontoret sedan länge tillämpar för ränteswappar i svenska kronor. Där anger kontoret ett ungefärligt volymmål för den kommande perioden, vanligen ett kalenderår, och utför sedan transaktioner i jämn takt, med hänsyn tagen till marknadsförhållandena. Denna modell har fungerat smidigt och störningsfritt.

Motsvarande principer tillämpade på valutaväxlingar skulle innebära att kontoret, baserat på regeringens riktlinjebeslut om amorteringstakten, på samma sätt som i dag annonserar den aktuella årstakten för växlingarna, dvs. amorteringar och räntebetalningar. Skulle förutsättningarna ändras och kontoret fatta ett nytt beslut om den strategiska inriktningen, skall kontoret meddela att amorteringarna kommer ett ske i annan takt. Inom denna ram bör det finnas viss flexibilitet. Kontoret bör utan att annonsera beslutet kunna välja att avstå från valutaväxlingar under någon period, exempelvis om marknaden för svenska kronor är ovanligt tunn eller då kursen bedöms vara satt under press till följd av tillfälliga faktorer. När det gäller de strategiska besluten motsvarar detta den praxis som kontoret följt under 2001. Det nya i den föreslagna lösningen är att kontorets beslut också direkt skall kunna påverka växlingarna gentemot aktörer utan-

för den statliga sektorn, vilket även ger kontoret incitament att ta taktiska hänsyn.

Utgångspunkten är således att den operativa hanteringen av valutaamorteringarna – val av form och tidpunkt för lån och växlingar, vilka motparter som används etc. – liksom övrig statsskuldshantering, skall vägledas av strävan att minimera kostnaderna och att besluten skall ha förutsättningarna att leda till verkliga besparingar för staten. (Förslag till principer för utvärdering av kontorets hantering av växlingarna redovisas i avsnitt 7.4.)

### ***Konsekvenser av det föreslagna systemet***

Syftet med den föreslagna ordningen är att förbättra förutsättningarna att uppnå det överordnade statsskuldspolitiska målet att minimera kostnaderna. Det gäller i synnerhet möjligheterna att genom strategiska och taktiska justeringar i takten i kontorets valutaväxlingar reducera kostnaderna för den eftersträfvade minskningen av valutaskulden. Denna ambition förutsätter inte i sig att växlingarna sker vid sidan av Riksbanken. Givet att Riksbanken för att undvika sammanblandning med valutainterventioner gör sina växlingar för att fylla på valutareserven enligt ett låst mönster är emellertid nuvarande ordning inte ändamålsenlig från statsskuldspolitisk och statsfinansiell synpunkt.

Frågan är därmed om det finns nackdelar av annat slag med att kontoret ges möjlighet att växla valuta med andra motparter än Riksbanken. Särskilt relevant är om det kan påvisas att den föreslagna modellen kan göra att statsskuldshantering inte längre sker, med lagtextens formulering, ”inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer”.

Sett i ett historiskt perspektiv har restriktionerna på Riksgäldskontorets valutaväxlingar sin grund i ett system präglad av att statsskuldspolitiken underordnades penning- och valutapolitiken. Ännu för tio–femton år sedan hanterades statsskuldspolitiken närmast som ett styrmedel i penning- och valutapolitiken, dvs. statsskuldshanteringen var både policymässigt och operativt starkt påverkad av penning- och valutapolitiska hänsyn. Sedan dess har en gradvis renodling av respektive politikområde skett. När det gäller skulden i kronor och dess hantering är separationen mellan Riksgäldskontoret och Riksbanken fullt genomförd. Erfarenheterna härav är goda. Ändringarna i lagen om statens upplåning och skuldshantering markerade också statsskuldspolitiken som ett självständigt politikområde med ett uttalat kostnadsminimeringsmål.

Valutaväxlingarna gör att en operativ länk mellan Riksgäldskontoret och Riksbanken finns kvar. Riksgäldskontoret väckte i riktlinjeförslaget från 1998 frågan om en ändring av reglerna, men Riksbanken avstyrkte förslaget. I sitt remissvar skrev riksbanksfullmäktige bl.a. följande:

Risken för störningar i marknaden [om Riksgäldskontoret själv växlar valuta] är antagligen inte stor, men den kan inte helt negligeras. En föreställning kan sprida sig att Riksgäldskontoret innehar relevant och exklusiv information om såväl finanspolitiken som penningpolitiken, vilket kan leda till att marknaden ger kontorets växlingar ett signalvärde. Det kan inte uteslutas att stora växlingar kan få icke önskvärda effekter på valutamarknaden trots att den i normala fall fungerar väl.

I ett läge där Sverige förväntas ha en rörlig växelkurs lång tid framåt är inte heller problemet stort. (...) Tidigare resonemang skulle också vara av ringa betydelse om Sverige i framtiden går med i EMU. (...) Om så sker är det också möjligt att Sverige under en tid kommer att vara med i det nya växelkurssamarbetet, ERM2. I en sådan fastkursregim är riskerna för signalelingsproblem större.

Enligt fullmäktiges mening är det inte lämpligt att på detta område nu bryta en mångårig praxis.

Riksbanken ville således bevara gällande ordning främst som beredskapsåtgärd inför en övergångsperiod, mellan ett beslut om inträde i EMU och den slutliga låsningen av växelkursen, under vilken kronan skulle kopplas till ERM. I övriga växelkursregimer såg fullmäktige inga egentliga problem med att Riksgäldskontoret skulle växla vid sidan av Riksbanken. I senare riktlinjeförslag har växlingarna inte berörts.

Principiellt är frågan om Riksgäldskontorets växlingar kan påverka kronkursen besläktad med i vad mån växelkursen påverkas av steriliserade interventioner i valutamarknaden av Riksbanken. I den mån effekter av steriliserade interventioner kunnat identifieras i empiriska studier har de kopplats till att interventioner kommer överraskande och av placeringarna antas ge ny information om kommande penningpolitiska åtgärder, s.k. signaleffekter. Det är således inte i första hand interventionernas storlek (om något) som har betydelse utan hur och av vem de görs.

Tillämpat på Riksgäldskontorets valutatransaktioner pekar dessa resultat på att växlingar kopplade till en gradvis och i förväg annonserad minskning av statens valutaskuld inte bör ha nämnvärda effekter på kronkursen. Det gäller särskilt om den genomförs på ett förutsägbart sätt och av en myndighet utan koppling till centralbanken, som därmed inte kan antas ha information om kommande penning- och valutapolitiska åtgärder.

Enligt kontorets bedömning stärks denna uppfattning av erfarenheterna av den mer aktiva hanteringen av amorteringsmandatet under innevarande år. Beslutet att sänka amorteringstakten i förhållande till riktvärdet har – helt korrekt – tolkats som led i strävan att minimera kostnaderna för neddragningen av valutaskulden. De farhågor för signaleffekter som kontoret uttryckte i fjolårets riktlinjeförslag har visat sig överdrivna. Systemet med offentliga förslag till och beslut om riktlinjer för förvaltning har sannolikt bidragit till att klargöra statskulddpolitikens roll och därmed ytterligare minskat risken för sammanblandning med penning- och valutapolitiken.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning skulle en ordning där kontorets transaktioner kan göras via andra motparter än Riksbanken därutöver ha den principiella fördelen att ytterligare markera separationen mellan de båda politikområdena. Nuvarande ordning gör att Riksgäldskontorets transaktioner särbehandlas och får en uppmärksamhet som inte står i proportion till deras reella betydelse. Det kan i sammanhanget noteras att amorteringar och räntebetalningar på statsskulden är de enda statliga valutabetalningar som hanteras på detta sätt. Flera myndigheter med stora valutatransaktioner – t.ex. AP-fonderna, SIDA och FMV – gör valutabetalningar via vanliga banker. Statens betalningar till och från EU sker via Riksbanken, men Riksbanken gör normalt växlingarna



direkt i marknaden, dvs. använder inte valutareserven för att jämna ut effekterna i valutamarknaden.

Så länge Riksgäldskontoret har behov av att köpa utländsk valuta kommer valutaamorteringarna i sig sannolikt att väcka uppmärksamhet, på samma sätt som exempelvis AP-fondernas pågående portföljomfördelningar diskuteras. Här kommer kontorets agerande enligt den ovan skisserade lösningen även framgent att kännetecknas av större transparens och förutsägbarhet än AP-fondernas. Däremot finns det inte skäl att anta att tidpunkterna för kontorets växlingar kommer att väcka särskild uppmärksamhet eller sammanblandas med valutapolitiskt betingade åtgärder.

### *Summering*

Kontoret föreslår att kravet att Riksgäldskontoret skall göra alla valutaväxlingar med Riksbanken tas bort. Nuvarande ordning är inte anpassad till kontorets uppdrag att hantera amorteringarna av valutaskulden mer aktivt och väga in kronans värde i syfte att minimera kostnaderna. Om denna restriktion på statskuldspolitiken tas bort, skulle förutsättningarna att uppnå det överordnade målet förbättras. Även hanteringen av valutaväxlingarna skulle bli ett medel för att sänka de totala statsfinansiella kostnaderna för skulden.

Riksgäldskontoret konstaterar att Riksbanken i tidigare diskussioner inte givit uttryck för bedömningen att en lösning som innebär att Riksgäldskontoret växlar vid sidan av Riksbanken skulle stå i strid med penningpolitikens krav i en regim med rörlig växelkurs. Riksbanken har i stället hänvisat till ett eventuellt framtida fastkurssamarbete under övergången till EMU.

Enligt Riksgäldskontorets uppfattning bör hanteringen av statsskulden anpassas till nu rådande omständigheter. Som regeringen framhållit i tidigare riktlinjebeslut kan riktlinjerna ändras om förutsättningarna på ett avgörande sätt förändras. Ett byte av växelkursregim kan vara en sådan avgörande förändring, men den frågan bör prövas i ljuset av de förhållanden som råder vid den då aktuella tidpunkten. På grundval av det som hittills framkommit finns det således, i vart fall så länge Sverige har rörlig växelkurs, inte anledning att hantera valutaväxlingar på annat sätt än det som framstår som ändamålsenligt utifrån uppgiften att minimera kostnaderna. Detta talar för en flexiblare lösning än den nuvarande.

Mot denna bakgrund föreslår Riksgäldskontoret att reglerna för valutaväxlingar i kontorets instruktion ändras så att kontoret kan välja andra motparter än Riksbanken. Kontoret har ovan skisserat en lösning som borgar för förutsägbarhet och tydlighet när det gäller omfattningen och inriktningen av kontorets växlingar, samtidigt som metoderna för hantering och annonsering av växlingar är anpassade till statsskuldspolitikens mål. Syftet är således att göra det möjligt att använda takten i valutaväxlingarna som medel för att sänka kostnaderna för statsskulden.

Kontoret noterar att denna lösning inte utesluter Riksbanken som motpart. I den mån Riksbanken har intresse av att göra sådana valutaaffärer och kontoret finner att Riksbankens villkor från statsskuldspolitisk synpunkt är pris- och hanteringsmässigt konkurrenskraftiga, bör ömsesidigt gynnsamma avtal om detta kunna ingås.

Möjlighet för kontoret att växla i marknaden kommer att ställa krav på ändringar i kontorets system och rutiner. Kontoret bedömer att tiden mellan regeringens riktlinjebeslut och årsskiftet är för kort för att den nya ordningen skall kunna börja gälla den 1 januari 2002. Lämpligt datum för ikraftträdande av en ändring i instruktionen är den 1 juli 2002.

## 6.3 Realskulden

**Riksgäldskontorets förslag:** Kontoret föreslår oförändrade riktlinjer för realskulden. Målet bör således vara att långsiktigt öka andelen reallån i statsskulden. Någon kvantitativ precisering av riktlinjerna för 2002 bör inte göras. Realupplåningen bör vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

### 6.3.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i fjol att andelen reallån i statsskulden långsiktigt skall öka. Till skillnad från valutaskulden finns inga siffersatta mål, vare sig för andel eller för förändringstakt. Riktlinjerna anger i stället att ökningstakten skall vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

### 6.3.2 Överväganden och förslag

Analysen i avsnitten 3–5 ovan koncentreras på realupplåningens bidrag till kostnader och risker i statsskulden. Som framgår av avsnitt 5.6 drar kontoret slutsatsen att realandelen långsiktigt bör öka. Motivet är framför allt att real upplåning bidrar till att reducera risknivån i statsskulden. Riskerna ändras dels genom att ekonomiska störningar kommer att få andra effekter på kostnaderna än om hela portföljen består av nominella lån i kronor och valuta, dels genom att tillgången till en ytterligare låneform kan göra det möjligt att låna billigare om lånebehovet ökar och om lånevillkoren i den nominella marknaden försämras. I första hand är det således riskhänsyn som motiverar reallån.

Principiellt borde real upplåning också ge lägre förväntade kostnader, eftersom staten tar över inflationsrisk från placerarna och som kompensation bör kunna tillgodoräkna sig en premie. De praktiska erfarenheterna från senare år tyder dock på att inflationsriskpremien åtminstone periodvis kan mer än uppvägas av andra faktorer. Skillnaden mellan nominella och reala räntor, breakeven-inflationen, har således under vissa perioder varit avsevärt lägre än 2 procent, motsvarande det officiella inflationsmålet. Det innebär att den förväntade reala avkastningen på nominella obligationer, beräknad utifrån antagandet att inflationsmålet uppnås, är lägre än på reala. En orsak kan vara att placerarna räknat med att inflationen mätt med KPI varaktigt kommer att ligga under målet, men sannolikt bidrar också en likviditetspremie till att höja avkastningskravet på realobligationer. Den låga likviditeten i realobligationsmarknaden gör således att investerarna kräver viss extra avkastning – utöver det underliggande reala avkastningskravet – för att hålla realobligationer. Denna likviditetspremie kan mer än uppväga inflationsriskpremien, vilket gör att staten netto inte kan tillgodoräkna sig någon premie genom att ge ut realobligationer.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning bidrar emellertid även brister i kunskap och förståelse för realobligationers egenskaper till det höga avkastningskravet.

Dessa hinder bör vara möjliga att överkomma genom fortsatt informationsarbete. Det finns således förutsättningar att förbättra realobligationsmarknadens funktionssätt, sänka placerarnas avkastningskrav och på så sätt göra realupplåning kostnadsmissigt mer gynnsam för staten. Med hänsyn till fördelarna från risksynpunkt bör staten därför fortsätta att utveckla marknaden med målet att långsiktigt öka realandelen i statsskulden.

Det är rimligt att anta att inflationsriskpremien – och därmed den besparing som staten kan tillgodogör sig – tenderar att variera beroende på inflations-takten. När inflationen är hög kan placerare vara beredda att betala en högre riskpremie, och det skulle vara lönsamt för staten att ge ut realobligationer. Omvänt minskar kostnadsfördelen – eller t.o.m. vänds till en kostnadsnackdel – i det fall inflationen förväntas vara ovanligt låg. De senaste årens utveckling tyder enligt Riksgäldskontorets bedömning på att ett mönster enligt vilket inflationsosäkerheten varierar med inflationstakten kan finnas. I så fall bör kontoret anpassa kunna emissionerna efter hur marknaden prissätter inflationsrisken. Riktlinjerna bör ge utrymme för ett sådant agerande.

Kontoret vill betona att hanteringen av realupplåningen innefattar svåra avvägningar. Mer precisa riktlinjer och planer för hur staten kommer att hantera emissionerna av realobligationer skulle – precis som på den nominella obligationsmarknaden – reducera vissa risker för placerarna och på så sätt kunna bidra till att locka fler till marknaden. Dessa möjliga fördelar måste emellertid vägas mot risken att Riksgäldskontoret för att fullfölja planerna tvingas emittera realobligationer i marknadslägen när de är avsevärt dyrare än nominella.

I det kortare perspektivet skulle det sannolikt vara dyrt för staten att emittera stora volymer realobligationer eller att uttala en ambition att t.ex. uppnå en viss andel vid någon bestämd tidpunkt. Om mer precisa planer och större emissioner kunde antas vara tillräckliga åtgärder för att locka nya investerare, öka likviditeten och djupet i marknaden etc., skulle merkostnaderna kunna uppfattas som investeringar i att förbättra infrastrukturen för statsskultsförvaltningen. Enligt Riksgäldskontorets bedömning krävs det emellertid mer än ökat utbud för att förändra realobligationsmarknaden. Som kontoret framhåller i avsnitt 5 måste det parallellt ske förändringar i placerarnas beteende och syn på reala placeringar. Riksgäldskontoret har ett ansvar för att driva på den processen; se avsnitt 5.5. Det arbetet måste emellertid bedrivas långsiktigt.

Mot denna bakgrund föreslår kontoret att riktlinjerna för hanteringen av realskulden behålls oförändrade. Målet bör således anges som att andelen reallån långsiktigt skall öka, men upplåningen måste vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för andra skuldsdrag, med beaktande av risk. Med en sådan målformulering räknar kontoret med att under nästa år fortsätta att nettoemittera realobligationer. De operativa målen kommer, på sedvanligt sätt, att läggas fast och offentliggöras efter det att regeringens riktlinjebeslut är fattat.

Denna målformulering är inte till fullo konsistent med det kriterium som hittills använts för att utvärdera realupplåningen. Det anger att realupplåning skall vara billigare än motsvarande nominell upplåning. En sådan direkt jämförelse innebär att skillnader i risk inte beaktas. I den mån realobligationer bidrar till

att reducera riskerna i statsskulden bör ett mindre strikt kriterium tillämpas. Kontoret återkommer till hur utvärderingen av realupplåningen bör ske i avsnitt 7.

## 6.4 Nominella kronskulden

**Riksgäldskontorets förslag:** Med riktlinjer angivna för real upplåning och upplåning i utländsk valuta följer definitionsmässigt att statens finansieringsbehov i övrigt skall täckas med nominella lån i kronor.

### 6.4.1 Gällande riktlinjer

Utöver real upplåning och upplåning i utländsk valuta skall statens finansieringsbehov täckas med nominella lån i kronor.

### 6.4.2 Överväganden och förslag

Riktlinjerna för statsskuldsvärdningen bygger på att skulden delas in i tre komponenter. Med riktlinjer angivna för valutaskulden och realupplåningen följer därför definitionsmässigt att resterande upplåningsbehov skall täckas av nominella kronlån. Kronmarknaden fungerar därmed som buffert vid svängningar i lånebehovet och om planerna för de båda övriga skuldslagen ändras. Detta är inte enbart en matematisk nödvändighet utan avspeglar även att kronmarknaden är statens viktigaste finansieringskälla. Genom att kontoret regelmässigt håller auktioner av både obligationer och statsskuldväxlar är enkelt att i denna marknad hantera ändringar i upplåningen via andra instrument eller i nettolånebehovet.

## 6.5 Löptid

**Riksgäldskontorets förslag:** Den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden bör vara oförändrad, dvs. 2,7 år. Inriktningen för 2004 bör vara fortsatt oförändrad duration. Riksgäldskontoret bör få besluta om riktmärkesportföljer som ger en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt  $\pm 0,3$  år från det av riktvärdet 2,7 år. Realupplåningen bör ha lång löptid.

### 6.5.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i fjol att den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden skall vara 2,7 år. Inriktningen för 2002 och 2003 är att durationen skall vara oförändrad. Regeringen angav vidare att Riksgäldskontoret får besluta om riktmärkesportföljer som ger en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt  $\pm 0,3$  år från riktvärdet. Regeringen beslutade dessutom att realupplåningen skall ha lång löptid. Detta konkretiserades till att huvuddelen av de nyemitterade realobligationerna bör ha minst tio års löptid.

### 6.5.2 Överväganden och förslag

#### *Nominella kron- och valutaskulden*

Regeringen konstaterade i fjolårets beslut – i överensstämmelse med kontoret förslag – att det inte hade framkommit några skäl att ändra riktlinjerna för löp-

tiden i den nominella kron- och valutaskulden. Enligt kontorets uppfattning är denna bedömning alltså giltig. Riksgäldskontoret föreslår därför att riktvärdet för durationen i den nominella kron- och valutaskulden sätts till 2,7 år även under 2002.

Regeringen beslutade i fjol ett intervall kring riktvärdet om  $\pm 0,3$  år som anger inom vilka ramar kontoret i sina beslut om riktmärkesportföljer kan välja genomsnittlig duration. Det är ett vidare mandat än i kontorets förslag där intervallet avsåg att sätta gränser för den faktiska skuldens duration snarare än durationen i riktmärkesportföljerna. Kontoret har i de gällande operativa riktlinjerna valt att inte avvika från det av regeringen angivna riktvärdet och satt gränser för avvikelser som ger ett band för den faktiska durationen på  $\pm 0,3$  år.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning ger det nuvarande intervallet tillräckligt utrymme för kontorets beslut om riktmärkesportföljer. Kontoret föreslår därför att riktlinjerna avseende durationsintervallet lämnas oförändrade.

Beträffande inriktningen för 2004 är förutsättningarna med nödvändighet mer osäkra. Över en så lång period kan exempelvis skuldens storlek hinna ändras. En minskad skuld kan motivera kortare löptid (och vice versa). En annan möjlighet är att andelen realobligationer kan öka påtagligt fram till 2004. I så fall skulle löptiden i skulden som helhet förlängas eftersom nyemitterade realobligationer i genomsnitt är längre än nominella obligationer. Därigenom skulle det eventuellt finnas utrymme att förkorta durationen i den nominella skulden utan att öka statens totala refinansieringsrisk, vilket skulle sänka den förväntade kostnaden. Som framgått ovan är det inte givet att en sådan utveckling kommer till stånd, varför det inte är meningsfullt att söka väga in denna möjlighet vid beslut om inriktningen för 2004.

Kontoret noterar också i avsnitt 3 att EMU-inträde kan få konsekvenser för valet av löptid i statsskulden. Eftersom statsfinanserna – allt annat lika – kan komma att uppvisa större svängningar i EMU än utanför, kan det finnas skäl att förlänga löptiden i statsskulden för att reducera det genomsnittliga refinansieringsbehovet. Även denna fråga ligger emellertid så pass långt i framtiden att det är för tidigt att söka beakta den i riktlinjerna.

Sammantaget gör detta att kontoret föreslår att inriktningen skall vara att löptiden i den nominella kron- och valutaskulden hålls oförändrad även under 2004.

### ***Realskulden***

Realobligationers egenskaper för både staten och placerarna tas bäst till vara genom att nyupplåningen sker i långa löptider. De gällande riktlinjerna anger att tonvikten skall ligga på löptider över tio år. Principiellt borde det vara billigare för staten att ge ut långa realobligationer, eftersom inflationsrisken och därmed placerarnas vilja att avstå från förväntad avkastning i utbyte mot en inflationssäkrad ränta bör vara större på lång sikt. I praktiken har dock den reala avkastningskurvan haft positiv lutning, dvs. de längsta reallånen har haft något högre ränta än de kortare. Kontoret har också i samband med auktioner noterat större efterfrågan på realobligationer med kort löptid, inklusive det lån som förfaller 2008.

Mot denna bakgrund finns det anledning att diskutera tolkningen av att realupplåningen skall ha lång löptid. I det gällande riktlinjebeslutet (som överensstämmer med kontorets förslag) sägs att huvuddelen skall ha mer än tio års löptid. Enligt kontoret uppfattning vore det ändamålsenligt om Riksgäldskontoret hade större möjlighet att välja vilka lån som skall emitteras med hänsyn till de aktuella räntevillkoren. Det är normalt inte meningsfullt att emittera reallån med kortare löptid än fem år, men erfarenheterna visar att det periodvis kan vara fördelaktigt att kunna emittera lån med löptider mellan fem och tio år. Kontoret föreslår därför att regeringen i riktlinjebeslutet modifierar tolkningen av begreppet lång löptid så att det möjliggör emissioner av reallån med fem års löptid och längre.

## 6.6 Förfalloprofil

**Riksgäldskontorets förslag:** Den detaljerade restriktionen på andelen förfall under de närmaste tolv månaderna bör tas bort. Kontoret bör i stället ha i uppdrag att eftersträva en jämn förfalloprofil i syfte att begränsa refinansieringsriskerna och att rapportera till regeringen om sin hantering av förfalloprofilen i efterhand.

### 6.6.1 Gällande riktlinjer

Riksgäldskontoret skall inrikta upplåningen så att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna. Högst 30 procent av hela skulden får förfalla inom nämnda period.

### 6.6.2 Överväganden och förslag

Regeringens riktlinjer för förvaltningen av statsskulden syftar bl.a. till att begränsa risken för stora variationer i den genomsnittliga emissionsräntan. Riktmärket för löptiden för den nominella skulden, mätt som duration, är ett uttryck för en avvägning mellan kostnader och risker. En viss duration kan emellertid uppnås på olika sätt, t.ex. genom en koncentration av upplåningen kring riktmärket alternativt en blandning av korta och mycket långa löptider. Riktlinjer för förfalloprofilen kan ses som ett komplement till riktmärket för durationen i och med ytterligare restriktioner sätts för fördelningen av statsskulden mellan löptider.

Riksgäldskontorets policy är att sträva efter en relativt jämn fördelning av upplåningen över avkastningskurvan. Refinansieringen av förfallande lån sprids därmed över tiden, vilket minskar risken för att en stor del av skulden måste refinansieras under perioder med höga räntenivåer. Dessutom tillgodoses investerarnas önskemål om placeringar på olika löptider, vilket bör bidra till lägre upplåningskostnader.

Upplåningen är och har varit inriktad på att begränsa den korta upplåningen så att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna. Kontoret ser inget skäl att ändra denna inriktning. Erfarenheterna har emellertid visat att formuleringen av gällande riktlinjer kan skapa problem i upplåningsplaneringen.

Statsobligationer med återstående löptid på knappt ett år brukar bytas mot ett antal statsskuldväxlar med olika löptider. Bytena görs normalt efter att den

årliga kupongen förfallit och vid tillfällen då det är marknadsmässigt och tekniskt lämpligt. Kontorets har vidare omfattande kortfristiga finansieringsbehov under vissa dagar till följd av de normala svängningarna i statens kassaflöden över månaden. Dagslånebehovet tillsammans med utestående växlar och den obligation som står i tur att bytas mot växlar kan komma att under ett antal dagar överstiga 30 procent av statsskulden. För att parera detta kan kontoret tvingas avvika från normalt växelemissionsmönster med åtföljande risker för dyrare upplåning.

Om gränsen 30 procent överskrids under ett begränsat antal dagar, skapas knappast några nämnvärda refinansieringsrisker. Refinansieringsrisken är inte direkt kopplad till lån med förfall inom tolv månader. Ett stort lånebehov koncentrerat till löptider under en vecka kan utgöra en viss finansieringsrisk även om andelen lån som förfaller inom tolv månader endast utgör t.ex. 20 procent. Den nuvarande bestämmelsen är således inte ändamålsenligt utformad.

Enligt kontorets uppfattning finns det därför anledning att gå tillbaka till det bakomliggande syftet, dvs. att begränsa refinansieringsriskerna. För detta ändamål bör lånens fördelning över löptider vara relativt jämn och koncentration till enskilda segment, särskilt i de allra kortaste löptiderna, begränsas. Enligt Riksgäldskontorets bedömning är det svårt att översätta denna princip i precisa, siffersatta begränsningsregler. Dessa ger låsningar utan att i realiteten styra riskerna.

Riksgäldskontoret föreslår därför att de nuvarande riktlinjerna avseende förfalloprofilen tas bort. Det bör vara tillfyllest att regeringen anger att Riksgäldskontoret skall inrikta upplåningen så att refinansieringsriskerna begränsas genom att eftersträva en jämn och utspridd förfalloprofil. Detta förslag innebär inte någon förändring av kontorets upplåningspolitik. Riksgäldskontoret avser att fortsätta att sträva efter att begränsa andelen lån med återstående löptid under tolv månader till högst 25 procent. Tillämpning kan emellertid tillåtas bli något mer flexibel och kontoret kan undvika kostsamma åtgärder för att motverka kortfristiga svängningar i förfalloandelen.

Riksgäldskontoret bör i efterhand rapportera hur förfalloprofilen utvecklats under det gångna året. Detta kan tjäna som underlag till en utvärdering av refinansieringsriskerna och kontorets hantering av dessa.

## 7 Utvärderingsfrågor

### 7.1 Bakgrund

I fjolårets riktlinjebeslut angav regeringen principer för utvärderingen av Riksgäldskontorets förvaltning statsskulden. Regeringen skiljer på *strategiska* respektive *operativa* beslut inom Riksgäldskontoret. Till de förstnämnda räknas fördelningen av skulden mellan skuldslag inom givna intervall, val av riktmärkesportföljer, samt beslut om övergripande mål för skuld- och marknadsvård. Dessa skall i görligaste mån utvärderas med hjälp av kontrafaktiska jämförelser mellan alternativa skuldportföljer. Där så inte är möjligt bör kvalitativa utvärderingar göras. Till operativa beslut räknas dels den löpande skuldhanteringen, dels genomförandet av skuld- och marknadsvården. Utvärderingen av operativa

beslut skall, enligt regeringen, avse dels en bedömning av i vilken mån kontoret uppnått målen och genomfört planerade åtgärder för skuld- och marknadsvård, dels en kvantitativ beräkning av resultatet i den operativa förvaltningen av valutaskulden.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning är dessa principer tillämpbara även på de föreslagna riktlinjerna, eftersom dessa är uppbyggda på i huvudsak samma sätt som innevarande år. Kontoret vill dock kortfattat beröra principernas tillämpning på fyra områden. För det första finns det anledning att se över målformuleringen avseende realskulden. För det andra bör kriterierna för utvärdering av beslut att ändra takten i amorteringen av valutaskulden i förhållande till riktvärdet preciseras. För det tredje bör utgångspunkter för utvärdering av kontorets hantering av valutaväxlingar läggas fast. Slutligen bör metoden för utvärdering av kontorets beslut att öka andelen dollar i valutaskulden anges.

## 7.2 Realupplåningen

Realupplåningen har hittills utvärderats genom en direkt jämförelse med lång nominell upplåning. Enligt detta mått har realupplåningen sedan starten givit betydande besparingar. Orsaken är att inflationen hittills i genomsnitt varit lägre än vad som var väntat när realobligationerna gavs ut. Huvuddelen av överskottet härrör från obligationer emitterade under perioden 1995–1997. De senaste årens emissioner har i stort sett givit nollresultat, eftersom inflations-takten ungefär motsvarat skillnaden mellan nominell och real ränta vid emissionstidpunkten, breakeven-inflationen. Kontoret har anpassat sig till denna förändring genom att minska emissionerna.

Ett kriterium som enbart mäter kostnader utan hänsyn till skillnader i risk fångar bara en del av målet för statsskuldsförvaltningen. Principiellt bör, som regeringen konstaterade i fjolårets riktlinjebeslut, både (förväntad) kostnad och risk beaktas. Att kvantitativt uppskatta hur riskerna i statsskuldsförvaltningen påverkas av andelen realobligationer är svårt, som framgår av avsnitt 4. Enligt kontorets bedömning finns det emellertid kvalitativa skäl att hävda att introduktionen av realobligationer varit gynnsam från risksynpunkt genom att ett ytterligare skuldsdrag tillkommit. Om statsskulden till 65 procent utgörs av nominella och 5 procent reala lån, bör på marginalen en extra krona i nominell upplåning öka risken mer än en extra krona i reallån, eftersom instrumenten har olika egenskaper. Kontoret bedömer – som framgår ovan – att en omflyttning till real statsskuld vore gynnsam genom att ge ytterligare riskspridning. Givet denna bedömning är det hittills använda utvärderingsmättet alltför restriktivt. Fördelarna från risksynpunkt gör att staten i princip kan vara beredd att betala en viss premie, men målet om kostnadsminimering gör att betalningsviljan är begränsad.

Att omsätta denna princip i praktisk upplåning och att sedan definiera kvantitativa kriterier för utvärdering i efterhand är dock inte enkelt. Den *förväntade* kostnadsskillnaden beror på relationen mellan breakeven-inflationen, som är observerbar, och den förväntade inflationen, som bygger på bedömningar. För Riksgäldskontoret är det naturligt att utgå från att inflationen på lång sikt kommer att överensstämma med inflationsmålet. Bilden kompliceras dock av att penningpolitiken vägleds av ett mått på den underliggande inflationen medan indexuppräknings i realobligationer följer KPI. I den mån det finns skäl att



räkna med systematiska skillnader mellan dessa inflationsmått, t.ex. till följd av ändrade indirekta skatter, kan det vara rimligt att räkna med lägre (eller högre) KPI-inflation även om penningpolitiken håller den underliggande inflations-takten på 2 procent.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning vore det olämpligt att strikt koppla real-upplåningen, och i nästa led utvärderingen av denna, till tvåprocentmålet. Det bör i stället ligga i Riksgäldskontorets uppdrag att löpande bedöma när reallån skall ges ut och i hur stora volymer. I sin rapportering till regeringen bör kontoret redogöra för vilka bedömningar som ligger bakom emissionsbesluten. Besluten bör löpande utvärderas kvalitativt på basis av den information som fanns när de fattades, dvs. i ex ante-termer. I detta sammanhang bör det beaktas att den långsiktiga ambitionen är att öka realandelen i statsskulden.

Därutöver bör den *realiserade* skillnaden i kostnad mellan real och nominell upplåning, liksom hittills, redovisas som kvantitativt resultatmått. Med utgångspunkt i ett portföljmässigt synsätt bör detta mått dock tolkas i något annorlunda termer än hittills. Tonvikten har legat på de besparingar som gjorts genom att introducera och snabbt öka realskulden under en period när inflationsförväntningarna var höga. I och med att realobligationer blir en etablerad del av statsskulden måste deras påverkan på risken i statsskuldportföljen beaktas.

Inflationen kommer med stor sannolikhet under vissa perioder att vara högre än förväntat och under andra perioder lägre. Reallån kommer därmed periodvis att vara dyrare än nominella lån och periodvis billigare. Under förutsättning att perioderna med relativt hög inflation någorlunda sammanfaller med högkonjunkturer, är dessa svängningar i kostnaderna för reallån ett uttryck för att de bidrar till att stabilisera skuldkostnadskvoten. Detta vore således en önskvärd följd av att reallån ingår i statsskulden.

Risken finns även att ekonomin drabbas av perioder då hög inflation sammanfaller med låg tillväxt. Vid utvärdering i efterhand kommer det då att framkomma att realobligationer varit dyrare än nominella lån och dessutom bidragit till att höja skuldkostnadskvoten. Detta är självfallet ogynnsamt, men likaledes en känd konsekvens av beslutet att emittera reallån. Utvärderingen bör därmed i första hand avse om det varit möjligt att förutse att ekonomin skulle hamna i detta läge och att i förväg anpassa skuldportföljen till denna bedömning, dvs. det är nödvändigt att gå tillbaka till ex ante-bedömningen. Ex post-resultatet bör således fungera som en utgångspunkt (bland flera) för en samlad utvärdering, inte som slutpunkten.

Dessa resonemang leder inte fram till något preciserat kvantitativt alternativ till det hittills använda resultatmättet. Precisionen i det gamla måttet är dock skenbar, eftersom det inte korrekt avspeglar målet för skuldförvaltningen. I och med att målet är flerdimensionellt är det nödvändigt att även arbeta med flerdimensionella utvärderingskriterier. Vidare finns inte underlag för att ta fram kvantitativa riskmått, vilket gör att det samlade resultatet måste bedömas kvalitativt.

### **7.3 Hanteringen av valutamandatet**

Riksgäldskontoret har under innevarande år utnyttjat möjligheten att avvika från riktvärdet för takten i amortering av valutaskulden. Grunden har varit

bedömningen att kronan har varit svagare än vad som kan anses vara långsiktigt motiverat. Regeringen gjorde i fjolårets riktlinjebeslut bedömningen att omfördelningar mellan skuldslag grundade på kronkursen kvantitativt bör utvärderas genom kontrafaktiska beräkningar i stiliserade termer.

Riksgäldskontoret instämmer i denna bedömning. Utgångspunkten bör vara två stiliserade beräkningar där amorteringarna sker i jämn takt över året, den ena i en takt motsvarande riktvärdet, den andra i en takt motsvarande Riksgäldskontorets beslut. Det är inte meningsfullt att använda den faktiska amorteringsprofilen. Den bestäms i första hand av när gamla valutalån förfaller och har därför ett ojämnt mönster. Riksgäldskontoret sprider valutariskerna koppade till stora förfall genom att ingå terminskontrakt vid ett antal olika tidpunkter. Dessa omfördelningar styrs dock inte av uppfattningar om hur växelkursen kommer att utvecklas. (Frågan hur hanteringen av växlingar på operativ nivå bör utvärderas diskuteras i avsnitt 7.4.) Eftersom beslut om ändrad amorteringstakt således är strategiska, bör en långsiktig utvärderingsmetod användas. Det görs bäst genom stiliserade beräkningar. Riksgäldskontoret vill också framhålla vikten av att se på hanteringen av valutamandatet i ett flerårigt perspektiv. Beslut att avvika från riktvärdet bygger på långsiktiga växelkursbedömningar och bör utvärderas i motsvarande perspektiv.

## **7.4 Den operativa hanteringen av valutaväxlingarna**

Kontoret föreslår i avsnitt 6.2.4 att Riksgäldskontoret skall få rätt att växla mellan kronor och utländsk valuta vid sidan av Riksbanken. Som framgår av den diskussionen är ett syfte att öka följsamheten mellan kontorets beslut om amorteringar och de faktiska växlingarna för att på så sätt säkerställa att statens samlade kostnader påverkas. Som kontoret framhåller bör hanteringen av valutaskulden vägledas av principerna om förutsägbarhet och transparens. Det är således rimligt att ett styrelsebeslut att ändra amorteringstakten i förhållande till regeringens riktlinjer offentliggörs. Däremot bör kontoret kunna välja tidpunkter för när växlingar faktiskt görs utan att i förväg informera marknaden, dvs. kontorets motparter. Detta är ett nytt inslag i den operativa hanteringen, vilket ställer krav på utvärdering.

Styrningen bör ske genom att styrelsen anger en takt för amorteringarna, eventuellt skild från den takt som anges i riktlinjebeslutet. En neutral växlingsbana bör motsvaras av att växlingarna fördelas relativt jämnt över tiden. Styrelsen kan också lägga fast tillåtna avvikelsetervall. Inom den ramen har riksgäldsdirektören möjlighet att dra ner växlingarna under perioder då de framstår som särskilt oförmånliga (och vice versa). Sådana aktiva beslut kan utvärderas i efterhand genom att t.ex. beräkna kostnadsskillnaden i förhållande till en i förväg angiven, relativt jämn växlingsbana.

## **7.5 Valet av riktmärkesportfölj för valutaskulden**

Enligt fjolårets riktlinjebeslut skall valet av riktmärkesportföljer utvärderas med hjälp av stiliserade kontrafaktiska beräkningar, där ett av alternativen bör vara en portfölj med oförändrade egenskaper.

Riksgäldskontoret beslutade i december att öka andelen dollar och minska andelen euro i riktmärkesportföljen för valutaskulden. Grunden var bedöm-

ningen att dollarn var kraftigt övervärderad och därför långsiktigt skulle komma att falla i värde gentemot euron. Eftersom det var en strategisk position valde kontoret att ändra riktmarkesportföljen snarare än att ta en position i förhållande till riktmarkesportföljen. Det aktuella beslutets karaktär och motivering gör att kontoret anser att metoden att jämföra med den gamla riktmarkesportföljen är ändamålsenlig. Det är fråga om en tillfällig omviktning av portföljen grundad på en växelkursbedömning. Om det visar sig att kontorets bedömning varit riktig och dollarn börjar falla, är det naturligt att gradvis reducera den strategiska positionen. På så sätt bör riktmarkesportföljen närma sig den ursprungliga sammansättningen.

Generellt gäller att valet av jämförelsenorm för beslut om riktmarkesportföljer inte är självklart. Den ursprungliga riktmarkesportföljen är grundad på beräkningar av hur valutaskulden bör vara sammansatt för att begränsa svängningarna i skuldens värde i kronor. Resultatet av sådana beräkningar ändras dock ofta när nya data tillkommer, dvs. sambanden är inte stabila. Den senast framräknade sammansättningen av en riskminimerande portfölj har därmed inte nödvändigtvis bättre egenskaper under kommande perioder än någon tidigare. Det är därför inte meningsfullt att på detta sätt varje år ta fram en ny överordnad riktmarkesportfölj. Å andra sidan är det tveksamt att låsa fast det överordnade riktmärket en gång för alla.

En rimlig ordning kan vara att Riksgäldskontoret har i uppgift att med viss regelbundenhet granska den överordnade riktmarkesportföljen. Kvantitativa beräkningar av kostnads- och riskegenskaper bör vara ett underlag i analysen, men även mer bedömningsmässiga inslag bör vägas in. Om dessa analyser pekar på att det finns skäl att ändra riktmarkesportföljens sammansättning, bör motiven för detta dokumenteras och redovisas i samband med kontorets resultatrapportering. En sådan process bör ge underlag för utvärdering av kontorets agerande utan att det är nödvändigt att inkludera valutaportföljens sammansättning bland de frågor som regeringen tar ställning till i riktlinjebeslutet.