

Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer



Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer

Innehållsförteckning

Sammanfattning	2
1 Inledning	4
2 Utgångspunkter för förslaget	4
2.1 Inledning	4
2.2 Hittillsvarande analyser och slutsatser	4
2.3 Prioriteringar i arbetet med årets riktlinjeförslag	5
3 Ny definition av valutamandatet	7
3.1 Bakgrund och utgångspunkter	7
3.2 Nuvarande definition	7
3.3 Valutamandatet i ett statsskuldspolitiskt perspektiv	8
3.4 Slutsats	10
4 Förslag till riktlinjer	11
4.1 Inledning	11
4.2 Valutaskuld	11
4.3 Realskuld	15
4.4 Nominell kronskuld	17
4.5 Löptid	17
4.6 Förfalloprofil	19
5 Utvärderingsfrågor	19
5.1 Bakgrund	19
5.2 Riksdagens utvärdering av regeringens riktlinjebeslut	21
5.3 Regeringens utvärdering av Riksgäldskontoret	23

Sammanfattning

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

- Riktvärdet för *valutaskuldens* amortering under 2003 bör vara 25 miljarder kronor. Kontoret bör få avvika från den angivna takten med ± 15 miljarder kronor. Inriktningen för amorteringen av valutaskulden 2004 och 2005 bör vara 25 miljarder kronor per år.
- Andelen *reallån* i statsskulden bör långsiktigt öka. Upplåningen 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 vara 2,7 år ($\pm 0,3$ år). Realupplåningen bör ske i långa löptider.
- Riksgäldskontoret bör eftersträva en jämn *förfalloprofil* i syfte att begränsa refinansieringsrisken. Upplåningen bör inriktas mot att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna.

Riksgäldskontorets förslag att amorteringen av valutaskulden för 2003 ska vara 25 miljarder kronor överensstämmer med den långsiktiga inriktning som regeringen angav i fjol. Intervallet på ± 15 miljarder kronor ska användas av kontoret för att främja målet att minimera kostnaderna med beaktande av risk. Utöver budget- och växelkursutvecklingen bör kontoret vid beslut om hur flexibiliteten ska utnyttjas få väga in huruvida amorteringar under tidigare perioder har skjutits upp på grund av valutatro. Det kan innebära att kontoret under en period väljer att amortera mer än riktvärdet även om kronan inte uppfattas som övervärderad, i syfte att förändra skulden i riktning mot en minskad valutaandel i enlighet med det långsiktiga målet.

Riksgäldskontorets riktlinjeförslag är utformat med utgångspunkt från gällande valutapolitiska förutsättningar. Samtidigt kan kontoret inte bortse från möjligheten att en folkomröstning om EMU anordnas redan under 2003. I promemorian presenteras därför en analys över vilka konsekvenser en eventuell folkomröstning skulle kunna få för riktlinjerna. Kontorets slutsats är att ett ja till medlemskap i valutaunionen påverkar förutsättningarna för statsskuldspolitik i så pass hög grad att riktlinjerna åtminstone avseende amorteringen av valutaskulden bör ändras. Om det däremot blir ett nej till medlemskap bör inte detta påkalla nya riktlinjer även om det kan finnas anledning att hålla en viss beredskap.

Beträffande realskuldens andel av den totala skulden, löptiden i den nominella kron- och valutaskulden och skuldens förfalloprofil föreslår Riksgäldskontoret inga förändringar i förhållande till gällande riktlinjer.

Vid sidan av det vanliga riktlinjeförslaget har Riksgäldskontoret sett över definitionen av valutamandatet, dvs. det riktvärde för nettoupplåningen som regeringen lägger fast. Det nuvarande valutamandatet är definierat utifrån hur statens valutaupplåning påverkar Riksbankens valutareserv. Detta är inte längre någon lämplig definition eftersom Riksbanken inte längre sköter Riksgäldskontorets växlingar mellan svenska kronor och utländska valuta. Sedan den 1 juli 2002 gör kontoret alla växlingar direkt i marknaden i stället för som tidigare med Riksbanken. I promemorian presenteras en fördjupad analys av hur valutamandatet bör vara definierat.

Kontoret föreslår att definitionen ändras så att alla transaktioner som påverkar statens valutaexponering räknas in i mandatet. Det betyder att även valuta-terminer ska inkluderas i mandatet. Terminerna skulle därigenom påverka den uppmätta amorteringstakten redan vid affärstillfället i stället för som nu när de löper ut. Detta leder inte till några nämnvärda omställningar. Den enda förändringen är att tidpunkten för när kontorets valutatransaktioner avspeglas i valutamandatet ändras något. Den ändrade definitionen föranleder således inte i sig någon justering av riktvärdet för valutaamorteringarna vare sig under innevarande år eller framöver.

Dessutom har Riksgäldskontoret sett över utvärderingssystemet för statskuldsförvaltningen. Analysen koncentreras till de områden som regeringen rest frågor kring samt till metoder för riksdagens utvärdering av regeringens riktlinjebeslut.

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, som säger att statsskulden skall förvaltas så att kostnaden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därutöver ska förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Promemorian är disponerad på följande sätt. I avsnitt 2 presenteras utgångspunkterna för förslaget mot bakgrund av tidigare års analyser och regeringsbeslut. Avsnitt 3 behandlar definitionen av valutamandatet. I avsnitt 4 presenteras Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer. Promemorian avslutas med en diskussion om utvärderingssystemets utformning och genomförande.

2 Utgångspunkter för förslaget

2.1 Inledning

Det nuvarande styrsystemet för statsskuldsförvaltningen infördes 1998. Sedan dess har såväl synen på målet om kostnadsminimering med beaktande av risk, som analysen av skuldsammansättning stegvis utvecklats. Som utgångspunkt för årets riktlinjeförslag sammanfattar kontoret slutsatserna från dessa analyser och regeringens ställningstaganden i frågorna.

2.2 Hittillsvarande analyser och slutsatser

2.2.1 Kostnads- och riskmått

Regeringens riktlinjebeslut för statsskuldsförvaltningen fattas under osäkerhet, eftersom den framtida utvecklingen av såväl räntor och växelkurser som statsfinanserna är okänd. Statsskuldsförvaltningen måste därför struktureras så att det finns marginaler för att klara negativa överraskningar. Förvaltningen får aldrig bygga på chanstagningar. Denna ståndpunkt avspeglas i det lagstadgade målet för statsskuldsförvaltningen som säger att statsskulden ska förvaltas så att kostnaderna för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Riktlinjebeslutet omfattar således en avvägning mellan skuldens förväntade kostnader och risk.

Frågan om hur statsskuldens kostnader och risk ska mätas har ägnats betydande uppmärksamhet i tidigare riktlinjeförslag och riktlinjebeslut. I riktlinjebeslutet från 2000 angav regeringen att vid överväganden om statsskuldens sammansättning och löptid bör kostnaderna mätas som *genomsnittlig emissionsränta* och risken som *spridningen i den genomsnittliga emissionsräntan*, vilket skulle ge ett mått på risken för stigande emissionsräntor. Den genomsnittliga emissionsräntan bör även användas vid utvärdering av statsskuldsförvaltningen.

I beslutet angav regeringen också att risken i statsskuldsförvaltningen även bör mätas som *skuldportföljens bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden*. Detta kan ses som ett kompletterande *realt* mått till det nominella riskmåttet ovan. Inspirationen till detta riskmått har hämtats från den s.k. Asset and Liability

Management (ALM)-ansatsen, där den grundläggande idén är att finansiella risker kan minimeras genom att skuldernas egenskaper matchas mot tillgångarnas. Från statsskuldspolitisk synvinkel innebär detta att staten kan reducera risken i statsskuldportföljen genom att strukturera portföljen så att räntekostnaderna samvarierar med budgetöverskotten (exklusive räntor). Intuitionen är här att en skuldportfölj som typiskt sett har låga kostnader när statsfinanserna är ansträngda, t.ex. på grund av en lågkonjunktur, är mindre riskfylld än en portfölj för vilken det omvända gäller.

2.2.2 Skuldens sammansättning och löptid

Riksgäldskontoret har i de tidigare riktlinjeförslagen stegvis analyserat frågan om statsskuldens sammansättning och löptid. I dagsläget utgörs statsskulden av omkring 34 procent valutaskuld, 10 procent reallån och den resterande delen av nominella kronlån. Slutsatsen från kontorets analyser visar att andelen valutalån långsiktigt bör minska, medan andelen reallån långsiktigt bör öka. Anledningen är att valutaskuld är mer riskfylld än nominell kronskuld utan att ge lägre förväntade kostnader, medan realupplåning bidrar till att reducera risknivån i statsskulden.

Regeringen har i riktlinjebesluten för 2001 och 2002 anslutit sig till kontorets bedömning av statsskuldens sammansättning. I det senaste beslutet angav regeringen att valutaskulden ska amorteras med 15 miljarder under 2002 och 25 miljarder under 2003 och 2004. Regeringen beslutade också att andelen reallån långsiktigt ska öka, men att ökningstakten ska vägas mot efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

Riksgäldskontoret har även analyserat valet av löptid (duration) i den nominella kron- och valutaskulden. Kontorets modellsimuleringar inför riktlinjebeslutet för 2001 visar att kort upplåning i svenska kronor kan ha fördelar från både kostnads- och risksynpunkt när kostnaderna ställs i relation till BNP. Anledningen är dels att korta räntor i allmänhet är lägre än långa, dels att korta inhemska räntor tenderar att samvariera positivt med BNP-tillväxten. De potentiella vinsterna med kort upplåning måste dock vägas mot den ökade refinansieringsrisk som kort upplåning ger upphov till. Med hänsyn till att den svenska statsskulden redan är relativt kort och att en mindre förkortning genomfördes under 2000 har kontoret inte föreslagit någon ändring i de gällande riktlinjerna för löptiden sedan dess.

Regeringen har i tidigare riktlinjebeslut anslutit sig till kontorets bedömning av durationen i den nominella kron- och valutaskulden. I beslutet för 2002 angav regeringen att riktvärdet för durationen i den nominella kron- och valutaskulden ska hållas oförändrad på 2,7 år. Dessutom beslutade regeringen att inriktningen för 2003 och 2004 ska vara oförändrad duration.

2.3 Prioriteringar i arbetet med årets riktlinjeförslag

I och med riktlinjeförslaget för 2002 har Riksgäldskontoret täckt in de centrala delarna av skuldens egenskaper, dvs. skuldens sammansättning och löptid. Det innebär inte att analys- och modellarbetet är avslutat. Däremot bör den övergripande inriktningen på statsskuldspolitiken kunna ligga fast. Årets riktlinjearbete har därför fokuserats på andra delar än tidigare. Kontoret har också

kunnat fördela mer resurser till sådana områden som rör den operativa och praktiska hanteringen av statsskulden och som således inte presenteras här.

En fråga som har prioriterats i årets riktlinjeförslag är definitionen av valutamandatet, dvs. det riktvärde för nettoupplåningen som regeringen lägger fast. Bakgrunden är att Riksgäldskontoret sedan den 1 juli 2002 gör alla växlingar mellan svenska kronor och utländsk valuta direkt i marknaden i stället för som tidigare med Riksbanken. Det har aktualiserat frågan om hur valutamandatet ska vara definierat. I dagsläget är mandatet definierat med utgångspunkt i hur statens valutaupplåning påverkar valutareserven. Detta är inte längre någon lämplig definition eftersom Riksbanken inte längre sköter kontorets växlingar. I avsnitt 3 diskuteras frågan om hur en från statsskuldspolitiskt perspektiv mer ändamålsenlig definition av valutamandatet bör vara utformad.

En annan fråga som det varit viktigt att ta ställning till i årets riktlinjeförslag är konsekvenserna av en eventuell folkomröstning om EMU under 2003. För riktlinjearbetet har den viktigaste frågan varit den som rör riktlinjerna för valutaskulden. Anledningen är att ett inträde i EMU i ett enda slag skulle förvandla en stor del av den utländska skulden till inhemsk skuld. Därför har analysarbetet fokuserats på konsekvenserna för riktlinjerna för valutaskulden i avsnitt 4.2.4. Riksgäldskontoret vill dock framhålla att kontoret håller hög beredskap och planerar göra utförliga konsekvensanalyser även inom andra områden. Exempelvis skulle ett medlemskap i valutaunionen kunna påverka förutsättningarna för kontorets upplåning genom förskjutningar i den inhemska efterfrågan på statobligationer och likviditeten i marknaden. Detta är emellertid en fråga som inte direkt har betydelse för regeringens riktlinjer.

Riksgäldskontoret har även sett över utvärderingssystemet för statsskuldsvärningen. En genomgång av tidigare utvärderingar visar att både regeringen och Riksgäldskontoret ibland har haft svårt att leva upp till de principer som tidigare lagts fast. Dessutom har regeringen i årets utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning efterlyst ytterligare underlag för hur Riksgäldskontorets strategiska och operativa valutapositioner ska utvärderas och hur beslut om ett eventuellt övergripande riktmärke ska fattas. Ett annat önskemål var att kontoret ska utveckla metoder för att fördjupa bedömningen av marknads- och skuldvårdens effekter på statens upplåningskostnader. I avsnitt 5 görs en genomgång av samtliga områden som är föremål för utvärdering. Arbetet har dock koncentreras till de delar som regeringen rest frågor kring samt till metoder för riksdagens utvärdering av regeringens riktlinjebeslut.

Slutligen har Riksgäldskontoret ett stående uppdrag att utveckla resonemang och metoder för analys av statsskuldsvärningen. I år har kontoret studerat frågan om ränterisk, duration och förfalloprofil. Ambitionen har varit att öka förståelsen dels för vad som påverkar risken för ökade räntekostnader, dels för sambandet mellan duration och förfalloprofil. Slutsatserna av arbetet har dock inte påverkat årets riktlinjeförslag, utan ska ses som en del i kontorets löpande utvecklingsarbete kring frågor som rör statsskuldsvärningen. Därför presenteras inte analysen som en del av riktlinjeförslaget utan bifogas som en separat rapport för den intresserade läsaren.

3 Ny definition av valutamandatet

3.1 Bakgrund och utgångspunkter

Sedan den 1 juli 2002 gör Riksgäldskontoret alla växlingar mellan svenska kronor och utländsk valuta direkt i marknaden i stället för som tidigare med Riksbanken. Förändringarna i hanteringen av Riksgäldskontorets valutaväxlingar aktualiserar en översyn av definitionen av valutamandatet, dvs. det riktvärde för nettoupplåningen i utländsk valuta som regeringen lägger fast i riktlinjebeslutet. Den nuvarande definitionen tar sin utgångspunkt i hur statens valutaupplåning påverkar Riksbankens valutareserv. I och med att valutaväxlingarna numera görs på ett sådant sätt att valutareserven inte är inblandad är det logiskt att se över valutamandatet och, mer generellt, principerna för hur regeringen anger riktlinjer för valutaskulden.

3.2 Nuvarande definition

Regeringen styr hanteringen av valutaskulden genom att ange ett valutamandat i flödestermier. Under senare år har det således varit fråga om ett riktvärde för återbetalningen på valutaskulden. Eftersom den nuvarande definitionen av valutamandatet kom till under den period när Riksbanken skötte valutaväxlingarna för Riksgäldskontorets räkning, förklarades valutamandatet med utgångspunkt i hur transaktionerna påverkar valutareserven. Samtliga flöden i utländsk valuta (exklusive räntebetalningar) räknas in i valutamandatet, dvs. nettot av förfall och nyteckning av lån och sådana derivatinstrument som ger upphov till initiala flöden.¹ Exempelvis ingår valutadelen i swappar mellan kronor och utländsk valuta i valutamandatet, eftersom det sker en växling från kronor till utländsk valuta i samband med att valutawappen görs. Däremot ingår inte valutaterminer vid affärstillfället, eftersom inget flöde äger rum förrän terminskontraktet löper ut.

Vidare ingår realiserade kursförluster och kursvinster på förfallande lån. Skälen till detta kan illustreras med ett exempel. Antag att ett lån på 1 miljard dollar tas upp när kron/dollarkursen är 10 kronor och förfaller vid en tidpunkt när kursen stigit till 10,50. Staten realiserar i detta fall en kursförlust på 500 miljoner kronor. Den dag förfallet sker minskar Riksbankens valutainnehav med 1 miljard dollar, medan valutareserven, som mäts i kronor, minskar med 10,5 miljarder kronor. Eftersom även valutamandatet är definierat i kronor, måste Riksgäldskontoret för att täcka upp förfallet låna motsvarande 10,5 miljarder kronor. Därigenom tillförs valutareserven på nytt motsvarande 1 miljard dollar.²

I detta exempel är således även valutareserven mätt i utländsk valuta opåverkad av Riksgäldskontorets samlade transaktioner. Om valutamandatet däremot inte skulle inkludera kursförlusten, och Riksgäldskontoret således bara behöver låna motsvarande 10 miljarder kronor för att den uppmätta nettoamorteringen ska bli noll, blir återinflödet i utländsk valuta endast 950 miljoner dollar. I det fallet leder Riksgäldskontorets transaktioner, trots att de siffermässigt kan framstå som neutrala, till att Riksbankens valutareserv minskar.

¹ Alla transaktioner värderas till de valutakurser som gäller på transaktionsdagen.

² Detta gäller inte exakt om refinansieringen sker vid ett annat tillfälle och dollarkursen ändrats under mellantiden, men skillnaden torde normalt vara liten.

Orealiserade omvärderingar av skulden med avseende på valutakurser räknas däremot inte in i amorteringen av valutaskulden. Eftersom orealiserade förändringar definitionsmässigt inte leder till några betalningar (flöden), hör de inte hemma i ett flödesbaserat mått.³

3.3 Valutamandatet i ett statsskuldspolitiskt perspektiv

3.3.1 Valutamandatets utformning

Huvudorsaken till att Riksgäldskontoret tar upp frågan om valutamandatets utformning är att växlingarna lagts om. Förändringen rör hur *flöden* kopplade till valutaskulden hanteras. Det kan ändå vara relevant att inte enbart fundera på hur ett alternativt flödesbaserat mått bör se ut. Frågan hur valutamandatet ska utformas bör granska mer förutsättningslöst.

Med utgångspunkt i målet om kostnadsminimering med beaktande av risk beslutade regeringen i riktlinjerna för 2001 att valutaskuldens andel av statskulden långsiktigt skall reduceras. Det viktigaste argumentet är att valutaskuld är förknippad med högre risk utan att erbjuda motsvarande lägre förväntade kostnader. Något specifikt procenttal för valutaandelen har inte angivits, bl.a. med hänvisning till att den önskade andelen ligger så mycket lägre än i utgångsläget att den frågan kan anstå.

Ett till synes rättfram sätt att översätta detta beslut i riktlinjer för statsskuld-förvaltningen vore att ange en flerårig bana enligt vilken *valutaskuldens andel* stegvis minskar med ett antal procentenheter per år (kombinerat med ett lämpligt avvägt intervall för att ge Riksgäldskontoret utrymme att ta kostnads-mässiga hänsyn i förvaltningen). Detta vore också i överensstämmelse med hur ett portföljvalsbeslut skulle tillämpas i en konventionell tillgångsportfölj. Med ett sådant upplägg bortfaller frågan om vilka *flöden* som bör ingå i de riktlinjer som styr hanteringen av valutaskulden. Det räcker att värdera de instrument som ingår i skulden och göra de transaktioner som krävs för att uppnå den eftersträlvade valutaandelen.

Enkelheten till trots har detta sätt att styra valutaskulden avvisats. Riksgäldskontoret noterade i riktlinjeförslaget för år 2000 att med styrning i termer av andelar skulle staten (allt annat lika) behöva amortera mer i perioder när kronan är svag och amortera mindre när kronan är stark för att hålla andelen på angiven nivå. Om kronans värde fluktuerar över tiden, skulle kontoret därigenom systematiskt amortera mer i perioder när detta är dyrt (när staten får betala relativt många kronor per enhet utländsk valuta) och vice versa. Kontoret konstaterade att detta vore oförenligt med kostnadsminimeringsmålet.

Kontoret har sedan dess fått i uppdrag att vid beslut om hur amorteringsmandatet ska utnyttjas även beakta kronans värde. Det betyder att amorteringarna ska reduceras när kronan bedöms vara tillfälligt svag, vilket skett under både 2001 och 2002, och vice versa. Detta uppdrag vore svårt att förena med riktlinjer angivna i termer av ett andelstal, eftersom en kronförsvagning i det fallet gör att amorteringarna måste öka för att den önskade andelen ska upp-

³ Att omvärderingar inte ingår gör också att den uppmätta amorteringen i termer av valutamandatet normalt inte överensstämmer med förändringen i den utestående skuldens värde under motsvarande period, eftersom skulden även innefattar orealiserade valutakursomvärderingar.

rätthållas. Ambitionerna att kontoret ska hantera valutamandatet aktivt för att minimera kostnaderna har således ytterligare fjärmat styrsystemet från ett andelsmässigt synsätt.

Regeringens och Riksgäldskontorets hantering av valutaskulden under 2001 och 2002 har byggt på antagandet att kronan varit tillfälligt svag och på sikt kommer att stärkas åtminstone till en nivå omkring genomsnittet för perioden sedan övergången till rörlig växelkurs. Givet denna bedömning hade det inte varit ändamålsenligt att ange riktlinjer i termer av en andel för valutaskulden, eftersom det hade framtvingat betydande amorteringar även hösten 2001 när kronan var extremt svag. Så här långt framstår valutakursbedömningen som korrekt. Därmed kan även styrmetoden anses ha varit ändamålsenlig genom att den lämnade utrymme för sådana bedömningar.

Det innebär inte att nuvarande praxis är problemfri. En invändning är att om kronan deprecieras så att valutaskulden och valutaandelen ökar, så ökar också *riskan* i statsskulden (givet att valutaskuld uppfattas som mer riskfylld än kronskuld). Av riskhänsyn skulle det således kunna vara motiverat att amortera när kronan är svag trots att det kan framstå som dyrt. Det faktum att det hittills visat sig kostnadsmässigt motiverat att avstå från amorteringar sedan mitten av 2001 kan därmed inte utan vidare tas till intäkt för att agerandet sammantaget varit i överensstämmelse med målet. Dessutom kan det finnas en asymmetri i nuvarande system. Erfarenheten visar att inte minst statliga företrädare har haft en tendens att underskatta hur svag valutakursen kan bli.

Med årliga flödesmål finns det således en risk för att man förlorar det långsiktiga målet ur sikte. Det kan leda till att den eftersträlvade neddragningen av valutaandelen försenas med mer än vad som vore riskmässigt motiverat. Det bör emellertid noteras att ett årligt mandat uttryckt i flödestermerna kan kombineras med en återkoppling mellan valutaandelen, som mått på valutaexponeringen, och den amorteringstakt som anges i riktlinjerna.

I vissa avseenden kan valet mellan styrning i termer av flöden respektive andelar sägas avspegla en avvägning mellan kostnadsminimering och risk. Det är också fråga om en bedömning av värdet av ett mer aktivt förhållningssätt till förvaltningen av statsskulden i relation till ett mer passivt, riktmärkesstyrt agerande. Enligt Riksgäldskontorets bedömning illustrerar erfarenheterna från de senaste årens hantering av valutaskulden värdet av det aktiva förhållningssättet. Det var rimligt att dra ner amorteringarna under den period när kronan värderades lågt, sett i ett historiskt och fundamentalt perspektiv. Detta agerande underlättades av att valutamandatet var angivet i flödestermerna. Ett alltför strikt andelstänkande tenderar dessutom att missa den *totala* riskbilden. Storleken på valutaandelen måste sättas i relation till storleken på den totala statsskulden. En stor valutaandel är mer riskfylld om den totala statsskulden – och därmed räntekostnaderna – är stora i förhållande till BNP. Sammantaget är således en hög valutaandel mindre oroande från risksynpunkt i nuvarande statsfinansiell läge än den var för, säg, fem år sedan.

Mot denna bakgrund anser Riksgäldskontoret att valutamandatet även fortsättningsvis bör anges i flödestermerna. Följaktligen bör analysen av hur valutamandatet bör definieras inriktas på mått som avser *transaktioner* kopplade till

valutaskulden. Förändringar i valutaexponeringen till följd av växelkursrörelser bör däremot inte heller framöver ingå i mandatet.

3.3.2 Valutamandatets definition

Givet slutsatserna i föregående avsnitt är frågan *vilka* transaktioner som bör ingå i definitionen för valutamandatet. Ett första rimligt kriterium för att bedöma denna fråga är huruvida transaktionen ändrar *statens valutaexponering*. Därigenom fångas ambitionen att minska statens valutarisker genom att långsiktigt reducera valutaandelen. Transaktioner som minskar valutaexponeringen bör därmed definieras som amorteringar medan transaktioner som ökar exponeringen bör definieras som nyupplåning. Det kan ses som att valutaexponeringen spelar i princip samma roll som valutareserven gjorde för den nuvarande definitionen.

Med denna utgångspunkt är det självklart att inkludera lån och derivat-instrument i utländsk valuta på samma sätt som i det nuvarande valutamandatet, med tillägget att transaktioner som påverkar exponering räknas med oavsett om de innebär initiala flöden eller ej. Följaktligen bör valutaterminer räknas in i mandatet vid den tidpunkt när terminskontraktet ingås och inte som nu när betalningen sker. Det är kontraktstidpunkten som är avgörande för valutaexponeringen, inte det flöde som kommer till stånd när kontraktet löper ut. I praktiken gör denna förändring i första hand att amorteringarna registreras tidigare än med nuvarande definition.

Hur man bör se på kursvinster och kursförluster är mindre uppenbart. Det är därför motiverat att återvända till exemplet i avsnitt 2. Antag således på nytt att ett lån på 1 miljard dollar tas upp när kron/dollarkursen är 10 kronor och förfaller vid en tidpunkt när kursen stigit till 10,50. Staten realiserar således en kursförlust på 500 miljoner kronor. Till följd av förfallet minskar valutaskulden med en miljard dollar, vilket motsvarar 10,5 miljarder kronor. Med kronor som måttstock har således valutaexponeringen minskat med 10,5 miljarder och det krävs ett lån på en miljard dollar för att återställa exponeringen. Om staten endast lånar motsvarande 10 miljarder kronor sker en neddragning av exponeringen. Följaktligen är det rimligt även med utgångspunkt i valutaexponeringen att inkludera kursvinster och -förluster i valutamandatet.

Med utgångspunkt i effekter på statens valutaexponering överensstämmer således det statsskuldspolitiskt betingade definitionen av valutamandatet med den nuvarande definitionen, med tillägget att även valutaterminer, som påverkar exponeringen utan att ge upphov till initiala flöden, bör räknas med.

3.4 Slutsats

Vid en sammanvägd bedömning finner Riksgäldskontoret att valutamandatet även fortsättningsvis bör definieras i flödesterm. Däremot bör definitionen ändras så att den omfattar alla transaktioner som påverkar *statens valutaexponering* och inte som tidigare valutareserven. Det innebär att valutaterminer bör inkluderas i mandatet. Därigenom skulle terminer påverka den uppmätta amorteringstakten redan vid affärstillfället snarare än som hittills när de löper ut. Genom att Riksgäldskontoret främst använder terminer för att reducera riskerna i samband med stora förfall leder denna förändring inte till några större omställningar. Den enda förändringen är att tidpunkten för när konto-

rets valutatransaktioner avspeglas i valutamandatet ändras något. Den ändrade definitionen föranleder således inte i sig någon justering av riktvärdet för valutaamorteringarna, vare sig under innevarande år eller framöver. Riksgäldskontoret återkommer till sitt förslag avseende amorteringstakten för 2003 i avsnitt 4.2.

4 Förslag till riktlinjer

4.1 Inledning

Regeringen lägger i riktlinjebeslutet fast övergripande riktlinjer för statsskuld-förvaltningen. Huvudpunkterna i tidigare riktlinjebeslut har varit att regeringen angivit riktvärden och ramar för hanteringen av amorteringen av valutaskulden och för realupplåningen. Det resterande bruttolånebehovet måste därmed täckas med nominell kronupplåning. Regeringen har också 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 inriktningen för hur stor del av skulden som får förfalla inom en rullande tolv månadersperiod.

Riksgäldskontoret följer i årets riktlinjeförslag samma uppläggning av riktlinjerna som tidigare. Förslaget är således uttryckt på samma sätt som de gällande riktlinjerna. Tidsperspektivet i riktlinjerna är tre år, vilket motsvarar samma tidshorisont som utgiftstaket för statens budget. Kontoret redovisar således både riktlinjer för 2003 som preliminära riktlinjer för 2004 och 2005.

4.2 Valutaskuld

Riksgäldskontorets förslag: Andelen valutaskuld i statsskulden bör långsiktigt minska. Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2003 föreslås vara 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör få avvika från den angivna takten med ± 15 miljarder kronor. Inriktningen för amorteringen av valutaskulden 2004 och 2005 bör vara 25 miljarder kronor.

4.2.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i november 2001 att riktvärdet för Riksgäldskontorets amortering av valutaskulden under 2002 ska vara 15 miljarder kronor. Vidare beslöts att Riksgäldskontoret får avvika från riktvärdet med ± 15 miljarder kronor. Flexibiliteten ska användas för att främja målet att minimera kostnaderna med beaktande av risk. Den medelsiktiga inriktningen för amorteringstakten under 2003 och 2004 lade regeringen fast till 25 miljarder kronor.

Riksgäldskontoret beslutade i december 2001 att utnyttja flexibiliteten i amorteringstakten och tills vidare inrikta låneplaneringen på att inga amorteringar ska göras. Beslutet gäller alltså. Det viktigaste skälet är den svaga kronan. Amorteringar i lägen med svag kronkurs medför kostnader som kan undvikas eller begränsas om amorteringarna genomförs vid ett senare tillfälle då kronan stärkts till mer normala nivåer.

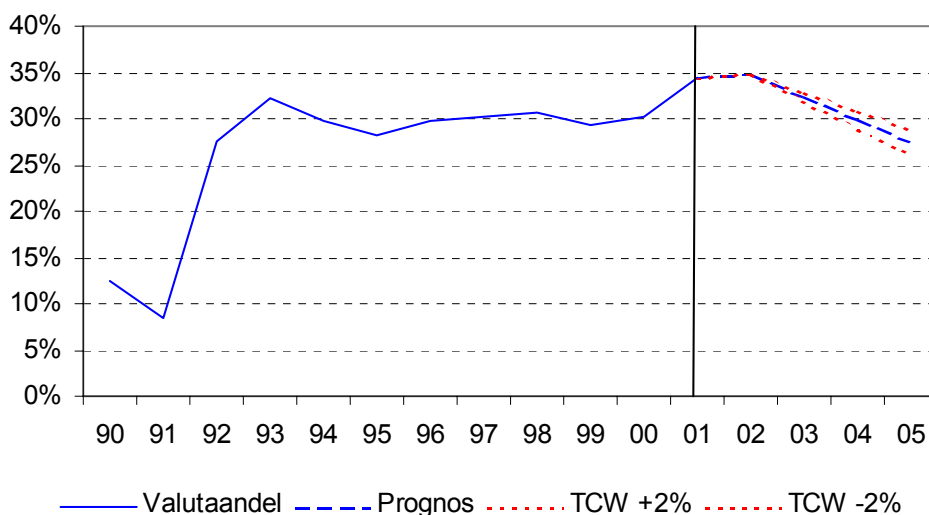
4.2.2 Överväganden och förslag avseende 2004 och 2005

Ställningstagandet avseende amorteringstakten 2003 bör utgå från den medelsiktiga inriktningen för amorteringarna. Därför behandlas inriktningen för 2004 och 2005 först.

Riksgäldskontoret genomförde i förslaget till riktlinjer för 2001 en fördjupad analys av valutaskuldens egenskaper och roll i statsskulden. Slutsatsen var att andelen valutaskuld i statsskulden långsiktigt bör reduceras. Anledningen är att valutaskuld är förknippad med större risk än kronaskuld utan att ha några kostnadsmässiga fördelar. I de följande riktlinjebesluten har regeringen anslutit sig till kontorets slutsats. Enligt Riksgäldskontorets bedömning har det inte tillkommit något under året som ändrar den tidigare slutsatsen. Snarare har bilden förstärks av de stora växelkursrörelserna som präglade både 2001 och 2002.

Det är i det sammanhanget intressant att notera att valutaandelen i statsskulden, trots flera år av amorteringar, inte har minskat. Andelen har under de senaste åren varit relativt stabil på drygt 30 procent. Det beror delvis på att den inhemska delen av skulden har minskat till följd av obligationsöverföringar från AP-fonderna och Riksbanken, vilket har reducerat den totala skulden utan att påverka valutaskulden. Men det beror också på att kronan har försvagats vilket har medfört att marknadsvärdet av valutaskulden har ökat. Diagram 4.1 visar utvecklingen av valutaandelen mellan 1990 och 2001. I diagrammet visas också en prognos över hur andelen förväntas utvecklas i framtiden givet vissa antaganden. Kontoret återkommer till detta nedan.

Diagram 4.1 Valutaskuldens andel av statsskulden – historisk utveckling och prognos



Riktlinjerna för amorteringstakten bör enligt Riksgäldskontorets mening grundas på långsiktiga och strukturella överväganden. Därför bör inte den aktuella växelkursen påverka inriktningen på amorteringstakten för 2004 och 2005. I stället bör beslutet bygga på en bedömning av vad som utgör en ändamålsenlig sammansättning av statsskulden. Därvid gäller alltså att det är ändamålsenligt att minska valutaandelen. I fjolårets riktlinjebeslut angav regeringen på grundval av en sådan analys att inriktningen för amorteringstakten 2004 bör vara 25 miljarder. Enligt Riksgäldskontorets mening har det inte tillkommit någonting under året som gör att den bedömningen bör ändras. Inte heller finns det

några budgetmässiga nyheter som talar för att riktlinjerna för 2004 ska ändras. Kontoret gör av samma skäl bedömningen att amorteringstakten för 2005 bör vara 25 miljarder kronor.

I diagram 4.1 visas en prognos över hur valutaskulden andel skulle utvecklas under de närmsta tre åren om amorteringstakten sattes till 25 miljarder kronor per år. Det visar sig då att valutaandelen skulle sjunka från 34,9 procent i slutet av 2002 till 27,5 procent i slutet av 2005 (se den streckade linjen). Om amorteringstakten i stället sattes till 15 miljarder kronor per år skulle valutaandelen endast sjunka till 30,0 procent. Det bör dock noteras att detta är en förenklad prognos som bygger på att nettolånebehovet under denna period är 12 miljarder kronor per år och att TCW-växelkursen förblir oförändrad. Om nettolånebehovet skulle överstiga 12 miljarder, eller om TCW-växelkursen försvagades (dvs. om kronan stärktes), skulle valutaskuldens andel av statsskulden sjunka snabbare. I diagrammet demonstreras hur valutaandelen påverkas av förändringar i växelkursen. De prickade linjerna visar hur valutaandelen utvecklas om TCW-växelkursen stärks respektive försvagas med 2 procent per år.

Mot denna bakgrund föreslår Riksgäldskontoret att inriktningen för amorteringen av valutaskulden 2004 och 2005 bör vara 25 miljarder kronor per år. Detta är samma medelsiktiga inriktning som regeringen angav i fjolårets riktlinjebeslut. Med en amortering om 25 miljarder kronor per år bör valutaandelen minska till under 30 procent under perioden.

4.2.3 Överväganden och förslag avseende 2003

Den primära utgångspunkten för vilken amorteringstakt som ska gälla för 2003 bör vara den amorteringstakt som regeringen angav i förra årets riktlinjebeslut, dvs. 25 miljarder kronor. Den siffran är, som framhålls ovan, ett uttryck för en strävan att långsiktigt reducera valutaandelen. Eventuell hänsyn till kortsiktiga variationer i t.ex. kronkurs eller budgetutveckling bör som regel tas inom ramen för den flexibilitet i amorteringstakten som Riksgäldskontoret har. I annat fall kan regeringens riktlinjer tendera att få karaktären av kortsiktiga taktiska beslut, som behöver ändras mer eller mindre ofta, snarare än strategiska riktlinjer för statsskuldspolitiken. För övrigt bedöms budgetsituationen under 2003 både av regeringen och av Riksgäldskontoret ligga i linje med tidigare långsiktiga kalkyler för de offentliga finanserna. Budgetbedömningen ger således inte anledning till avvikelser från den medelsiktiga amorteringstakten som regeringen angav i fjol. Övervägande skäl talar därför för att riktvärdet för amorteringstakten under 2003 bör vara densamma som den medelsiktiga inriktningen för 2004 och 2005, dvs. 25 miljarder kronor.

Flexibiliteten för hur mycket Riksgäldskontoret får avvika från regeringens riktvärde bör fortsatt vara ± 15 miljarder kronor. Intervallet ska användas för att främja målet att minimera kostnaderna med beaktande av risk. Växelkursutvecklingen är en viktig faktor vid beslut att utnyttja flexibiliteten. Även budgetutvecklingen kan påverka amorteringstakten, exempelvis för att undvika att alltför stor del av upplåning eller amortering belastar ett och samma låneinstrument.

Vid Riksgäldskontorets beslut om amorteringstakt inom ramen för det intervall som regeringen anger finns även skäl att beakta valutaandelens andel av statskulden. Bakom beslut att amortera på valutaskulden ligger analysen att valutaskulden bidrar till önskad risk i statsskulden. Erfarenheterna under de senaste åren har visat att den faktiska utvecklingen inte varit i linje med intentionerna om reducerad andel. En anledning är att amorteringarna helt eller delvis skjutits upp till följd av den svaga kronan. Därför är det rimligt att Riksgäldskontoret vid beslut om hur flexibiliteten ska utnyttjas även bör väga in huruvida amorteringar under tidigare perioder har skjutits upp på grund av valutatro. Det kan innebära att kontoret i en sådan situation väljer att amortera mer än riktmärket även om kronan inte uppfattas som övervärderad.

Kronan har under en period varit mycket svag och det har under denna period varit ändamålsenligt att helt avstå från amorteringar. För det kommande året finns det däremot inte anledning att utgå från att detta skulle upprepas. Mot denna bakgrund föreslår Riksgäldskontoret att riktvärdet för amorteringen av valutaskulden 2003 bör vara 25 miljarder kronor, i överensstämmelse med regeringens preliminära riktlinjer i fjolårets beslut. Vidare bör kontoret få avvika från detta riktvärde med ± 15 miljarder kronor. Intervallet är detsamma som i gällande riktlinjer.

4.2.4 EMU

Riksgäldskontorets riktlinjeförslag är, liksom tidigare, utformat utifrån nuvarande valutapolitiska förutsättningar. Utgångspunkten för förslaget är således att Sverige står utanför valutaunionen inom ramen för EMU:s tredje steg. Även om ett beslut redan nästa år om ett inträde är långt ifrån realistiskt kan kontoret inte utgå från att ett sådant beslut kommer att fattas. Detta skulle vara att föregripa resultatet av en eventuell folkomröstning som politiskt angetts som en förutsättning för ett medlemskap.

Samtidigt kan kontoret i nuvarande läge inte helt bortse från möjligheten att en folkomröstning anordnas under 2003 och att resultatet leder till ett medlemskap om några år. Ett medlemskap i valutaunionen skulle påverka de ekonomisk-politiska förutsättningarna för statsskuldspolitiken. Faktum är att redan ett *beslut* om ett medlemskap skulle påverka förutsättningarna. Exempelvis skulle den nuvarande rörliga växelkursregimen sannolikt relativt snart ersättas med ett deltagande i ERM2 med fast växelkurs där EU:s ekonomiska råd beslutar om en centralkurs till vilken kronan förutsätts konverteras till euron vid medlemskapet.

Vid ett medlemskap kommer den del av valutaskulden som är denominerad i euro att tillsammans med kronskulden, som konverteras till euro, att utgöra inhemsk valuta och därmed inte innebära någon valutarisk. Därmed kommer valutaskulden att i ett slag minska drastiskt eftersom merparten av valutaskulden är exponerad i euro. Med utgångspunkt i den nuvarande sammansättningen av valutaskulden skulle skulden minska med ca 245 miljarder kronor till ca 155 miljarder kronor, vilket motsvarar knappt 14 procent av den totala skulden. Det bör dock noteras att hur stor del som är exponerad i euro är något som kontoret lätt kan ändra på redan före konverteringen genom att justera andelen dollar och andra icke-euro valutor i riktmärket.

Inför ett medlemskap i EMU uppstår således en ny situation med stor flexibilitet när det gäller valutaskuldens framtida andel och därmed valutarisken i statsskulden. Riksgäldskontoret skulle inte längre begränsas av sin storlek på kronmarknaden och skulle därmed genom transaktioner i euro snabbt kunna uppnå i princip vilken valutaandel som helst. Därför är det angeläget att inför en sådan situation återigen analysera frågan om valutaskuldens andel. Vid den tidigare analysen av valutaskuldens andel drog Riksgäldskontoret inga slutsatser om vad som skulle vara den optimala andelen på lång sikt, utan nöjde sig med att konstatera att en valutaexponering kring 30 procent är alltför stor. Det finns således anledning att på nytt återkomma i frågan.

När det gäller hanteringen av valutaskulden fram till konverteringen bör det noteras att ett ja i en folkomröstning och ett medlemskap i ERM2 inte i sig innebär att valutarisken i eurosulden elimineras. Det finns en viss, om än mycket begränsad, sannolikhet att medlemskapet inte blir av eller att kronkursen mot euron ändras innan konverteringen äger rum. Även om risken således inte elimineras blir den emellertid avsevärt mindre än i nuvarande regim med rörlig växelkurs.

Vid ett ja till medlemskap i valutaunionen är det dock rimligt att utgå från att medlemskapet kommer att förverkligas och att valutaandelen därmed kommer att krympa. Det finns därmed skäl att dra ned eller eventuellt avstå från amorteringar under perioden fram till den slutliga låsningen av växelkursen. Valutasulden kommer vid inträdet ändå att per automatik reduceras kraftigt. Under perioden från folkomröstningen fram till den slutliga låsningen av växelkursen finns det utrymme att analysera om kontoret bör behålla en viss andel valuta-skuld eller om denna bör avvecklas helt. Därför kan det finnas anledning att under denna period dra ned amorteringstakten i väntan på den amortering som sker per automatik då eurosulden slutligt och oåterkalleligt blir inhemsk valuta och utnyttja denna period för att analysera hur den återstående skulden ska hanteras. En sådan åtgärd bör i så fall föregås av ett nytt riktlinjebeslut från regeringen.

Om det blir ett nej i folkomröstningen blir den långsiktiga analysen av statsskuldspolitiken förutsättningar oförändrad eftersom kontorets analyser i allt väsentligt utgått från ett utanförskap. Det kan naturligtvis inte uteslutas att marknadsförutsättningarna påverkas av ett nej. Omfattningen av och karaktären hos sådana störningar är emellertid svårbedömda.

Riksgäldskontorets slutsats är att ett ja till medlemskap i valutaunionen vid en folkomröstning påverkar förutsättningarna för statsskuldspolitiken i så pass hög grad att riktlinjerna åtminstone avseende amorteringstakten bör ändras. Om det däremot blir ett nej till medlemskap bör inte detta påkalla nya riktlinjer även om det kan finnas anledning att hålla en viss beredskap.

4.3 Realskuld

<p>Riksgäldskontorets förslag: Andelen reallån i statsskulden bör långsiktigt öka. Upplåningen bör vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.</p>
--

4.3.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i fjol att andelen reallån i statsskulden långsiktigt ska öka. Till skillnad från valutaskulden preciserades dock inget kvantitativt mål, vare sig för andelen reallån eller för förändringstakten. Regeringen angav i stället att ökningstakten ska vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

4.3.2 Överväganden och förslag

Riksgäldskontoret presenterade i fjolårets riktlinjeförslag en genomgripande analys av realupplåningens egenskaper och roll. Slutsatsen var att realupplåning bidrar till att minska risken i statsskuldportföljen. Orsaken är att realupplåning i många avseenden är en spegelbild av nominell upplåning. Om inflationen understiger den förväntade inflationen blir real upplåning billigare än nominell upplåning, medan om inflationen överstiger den förväntade inflationen blir real upplåning dyrare än nominell upplåning. Genom att inkludera både nominella och reala lån i statsskuldportföljen kan staten därför minska risken för alltför stora svängningar i kostnaderna för skulden.

Principiellt borde realupplåning även vara billigare än nominell upplåning i genomsnitt. Anledningen är att nominell upplåning är förknippad med en inflationsriskpremie. När det gäller reallån tar dock staten över inflationsrisken från placerarna och borde därmed få tillgodogöra sig inflationsriskpremien. De praktiska erfarenheterna från senare år tyder dock på att inflationsriskpremien mer än uppvägs av andra faktorer. Skillnaden mellan nominella och reala räntor, den s.k. break even-inflationen, har under vissa perioder varit avsevärt lägre än Riksbankens officiella inflationsmål på 2 procent. Det innebär att den förväntade reala kostnaden för nominella obligationer, beräknad utifrån antagandet att inflationsmålet uppnås, är lägre än för reala obligationer. En förklaring till detta kan vara att placerarna räknar med att inflationen kommer att ligga under inflationsmålet i framtiden, men sannolikt bidrar även den begränsade likviditeten på realmarknaden till att placerarna kräver en viss extra avkastning för att hålla realobligationer. En sådan likviditetspremie kan periodvis mer än uppväga inflationsriskpremien. Inflationsriskosäkerheten, och därmed inflationsriskpremien, varierar dock över tiden. Det gör att Riksgäldskontoret bör ha utrymme att justera emissionsvolymerna i förhållande till efterfrågeläget, som det reflekteras av break even-inflationen.

Det är således viktigt att betona att hanteringen av realupplåningen innefattar en avvägning mellan målet att minimera de förväntade kostnaderna och möjligheten att reducera risken. Det är därför viktigt att Riksgäldskontoret, precis som tidigare, ges möjlighet att bedöma marknadsläget inför varje emission och inte tvingas till att emittera realobligationer i lägen när de framstår som dyra jämfört med nominella obligationer. Mot bakgrund av detta föreslår Riksgäldskontoret att riktlinjerna för realupplåningen behålls oförändrade. Målet bör således vara att andelen reallån i statsskulden långsiktigt ska öka, men att upplåningen måste vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för andra skuldslag, med beaktande av risk.

4.4 Nominell kronskuld

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

4.4.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade ifjol att utöver real upplåning och upplåning i utländsk valuta ska statens finansieringsbehov täckas med nominella lån i kronor.

4.4.2 Överväganden och förslag

Riktlinjerna för statsskuldsvärdningen bygger på att skulden delas in i tre komponenter: reallån, valutalån och nominella kronlån. Med riktlinjer angivna för real upplåning och upplåning i utländsk valuta följer därför definitionsmässigt att den resterande delen av lånebehovet ska täckas av nominella kronlån. Kronmarknaden fungerar därmed som en buffert vid svängningar i lånebehovet eller om planerna för de båda övriga skuldslagen skulle ändras. Detta är inte bara en matematisk nödvändighet utan avspeglar dessutom att kronmarknaden är statens viktigaste finansieringskälla. Genom att kontoret regelmässigt håller auktioner av både obligationer och statsskuldväxlar är det därför enkelt att i denna marknad hantera ändringar i upplåningen via andra instrument eller i nettolånebehovet.

Det bör noteras att i den mån som Riksgäldskontoret skapar valutaskuld via kronlån som swappas till utländsk valuta saknar beslutet om takten i amorteringen på valutaskulden betydelse för statens emissionsbehov i kronor. All upplåning görs då i kronor och eventuella förändringar i amorteringstakten påverkar endast omfattningen av kron/valuta-swapparna. Denna teknik för valutaupplåning har således – utöver att ge billig upplåning – bidragit till att hålla uppe emissionsvolymerna i kronmarknaden. Detta har sannolikt varit gynnsamt för likviditet och omsättning, och därmed för statens lånekostnader.

4.5 Löptid

Riksgäldskontorets förslag: Riktvärdet för den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden föreslås vara oförändrad på 2,7 år. Inriktningen för 2004 och 2005 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 riktvärdet. Realupplåning bör ha lång löptid.

4.5.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i fjol att den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden ska vara 2,7 år för 2002. Inriktningen för 2003 och 2004 är att durationen ska vara oförändrad. Riksgäldskontoret får vid fastställandet av riktmärkesportföljer besluta om en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt $\pm 0,3$ år från riktvärdet. Vidare beslutade regeringen att realupplåningen ska ha lång löptid. Nyemitterade realobligationer bör därför emitteras till minst fem års löptid.

4.5.2 Överväganden och förslag

Nominella kron- och valutaskuld

Riksgäldskontoret har i tidigare riktlinjeförslag analyserat frågan om löptid för den nominella kron- och valutaskulden. Slutsatsen från dessa analyser är att kontoret kan uppnå lägre upplåningskostnader genom att låna på förhållandevis korta löptider, utan att för den delen öka refinansieringsrisken i allt för stor utsträckning. En duration på 2,7 år har bedömts som lagom. Att låna på ännu kortare löptider har däremot betraktats som alltför riskabelt.

Det har under året inte framkommit någon ny information som föranleder någon förändring i Riksgäldskontorets bedömning avseende riktvärdet för durationen i den nominella kron- och valutaskulden. Riksgäldskontoret föreslår därför att riktvärdet under 2003 hålls oförändrad på 2,7 år. Inte heller finns det något som skulle motivera en förändring i det intervall på 0,3 år kring riktvärdet som kontoret tidigare fått av regeringen. Kontoret föreslår därför att även riktlinjen för durationsintervallet lämnas oförändrad.

Beträffande inriktningen för 2004 och 2005 är förutsättningarna mer osäkra. Exempelvis skulle ett eventuellt framtida EMU-inträde kunna få konsekvenser för valet av löptid. Orsaken är att statsfinanserna vid ett EMU-medlemskap skulle kunna uppvisa större svängningar, eftersom ambitionen att använda finanspolitiken skulle kunna öka när penningpolitiken är uppbounden. Det skulle tala för en förlängning i durationen i syfte att minska refinansieringsrisken. Det är dock inte meningsfullt att försöka väga in alla framtida möjligheter vid beslutet om inriktningen för 2004 och 2005. Därtill är osäkerheten alltför stor, inte minst när det gäller EMU-inträdet. Riksgäldskontoret föreslår därför att inriktningen tills vidare ska vara att löptiden i den nominella kron- och valutaskulden hålls oförändrad på 2,7 år även under 2004 och 2005.

Realskuld

De gällande riktlinjerna för löptiden i realskulden säger att realupplåningen ska ha lång löptid. I tidigare riktlinjebeslut har detta tolkats som att nyupplåning i realobligationer bör ske på löptider på över tio år. I fjolårets riktlinjeförslag argumenterade Riksgäldskontoret för att denna tolkning skulle ändras till att avse löptider på minst fem år eller längre. Anledningen var att den tidigare tolkningen vilade på uppfattningen att det borde vara billigare för staten att ge ut realobligationer med lång löptid, eftersom inflationsrisken och därmed placerarnas vilja att avstå från förväntad avkastning i utbyte mot inflations-säkrad ränta borde vara större på lång sikt. I praktiken har det dock visat sig att kostnadsskillnaden mellan korta och långa realobligationer är relativt liten. Dessutom har efterfrågan på medellånga realobligationer från tid till annan varit relativt stor.

Mot bakgrund av detta angav regeringen i fjolårets riktlinjebeslut att realupplåning ska ske på långa löptider och att detta ska tolkas som minst fem år eller längre. Riksgäldskontoret finner ingen anledning att ändra denna tolkning i årets riktlinjeförslag och föreslår följaktligen att riktlinjen lämnas oförändrad.

4.6 Förfalloprofil

Riksgäldskontorets förslag: Riksgäldskontoret bör eftersträva en jämn förfalloprofil i syfte att begränsa refinansieringsrisken. Upplåningen bör inriktas mot att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna.

4.6.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i fjol att Riksgäldskontoret ska eftersträva en spridd förfalloprofil i statsskulden. Upplåningen ska inriktas mot att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmsta tolv månaderna.

4.6.2 Överväganden och förslag

Regeringens riktlinjer för statsskuldsvärdningen syftar bl.a. till att begränsa risken för stora variationer i skuldens kostnader. Riktmärket för löptiden för den nominella skulden, mätt som duration, är ett uttryck för en avvägning mellan kostnader och risk i förvaltningen. En viss duration kan emellertid uppnås på flera olika sätt, t.ex. genom en koncentration av upplåningen kring riktmärket eller genom en blandning av korta och mycket långa löptider. Riktlinjen för förfalloprofilen kan därför ses som ett komplement till riktmärket för durationen i och med att det lägger restriktioner på hur statsskulden kan fördelas mellan olika löptider. Som kontoret utreder närmare i den bifogade rapporten *”Duration, förfalloprofil och risken för ökade kostnader för statsskulden”* finns det nämligen ett samband mellan skuldens duration och skuldens förfalloprofil. Riktvärdet för förfalloprofilen lägger således en restriktion på hur låg durationen i skulden kan vara.

Riksgäldskontorets policy är att sträva efter en relativt jämn fördelning av upplåningen över avkastningskurvan. Refinansieringen av förfallande lån sprids därmed över tiden, vilken 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.

Låneplaneringen 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. Riksgäldskontoret anser därför att de nuvarande riktlinjerna avseende förfalloprofilen är tillfyllest och föreslår att dessa lämnas oförändrade under nästkommande år.

5 Utvärderingsfrågor

5.1 Bakgrund

Utvärdering av såväl regeringens som Riksgäldskontorets beslut kring statsskuldens förvaltning är av stor betydelse. För det första förutsätter den nuvarande arbetsfördelningen, med en relativt långt driven delegeringen av statsskuldspolitiken från riksdag och regering till Riksgäldskontoret, att det går att visa att förvaltningen sköts på ett tillfredsställande sätt. För det andra ger en god utvärdering möjligheter att utveckla verksamheten och vinna nya kunskaper som på sikt kan ge mer kostnadseffektiv förvaltning.

Att utvärdera långsiktiga statsskuldspolitiska strategier är emellertid inte lätt. En viss lånestrategi låter sig inte utan vidare jämföras med en alternativ dito. Ett viktigt problem i sammanhanget är att det är svårt att finna ett rimligt riktmärke eller jämförelsenorm för statsskuldsvärdningen. I själva verket utgör statspappersmarknaden, dvs. resultatet av kontorets beslut, ofta riktmärke för andra förvaltare. Det kan röra sig om traditionella ränteförvaltare som jämför sina förvaltningsresultat mot olika typer av obligationsindex, men även andra förvaltare, såsom hedgefonder, jämför ofta sina resultat mot exempelvis den korta statspappersräntan. För att bedöma Riksgäldskontorets förvaltning krävs däremot en annan måttstock.

Ett annat problem är att övergripande statsskuldstrategier oftast baseras på andra bevekelsegrunder än kortsiktiga bedömningar av exempelvis ränte- och valutakursutvecklingar. En utvärdering som grundas på det senaste årets marknadsutveckling blir därför relativt ointressant. Om exempelvis lånekostnaderna minskat till följd av att regeringen eller Riksgäldskontoret beslutat om en förkortning av skuldens duration under ett år så ger det endast en begränsad, eller ingen, vägledning om beslutet var riktigt eller ej. Att många strategier, framför allt på övergripande nivå, baseras på andra faktorer än marknadsbedömningar gör därför att metoder för att kvantifiera resultatet genom att studera det senaste årets marknadsutveckling blir bristfälliga, eller i vissa fall t.o.m. missvisande.

Det finns enligt Riksgäldskontorets bedömning anledning att se över principerna för utvärdering av statsskuldsvärdningen. En genomgång av tidigare års utvärderingar visar att både regeringen och Riksgäldskontoret ibland har haft svårt att leva upp till de principer som lagts fast för utvärderingen. En naturlig utgångspunkt för översynen är att för varje område inom statsskuldsvärdningen ange hur utvärdering bör utföras. En stringent och väldefinierad utvärdering innebär emellertid inte automatiskt mer kvantitativa inslag. Målet bör i stället vara att inom varje område finna en lämplig och genomförbar utvärderingsmetod. På vissa områden kan det innebära att tidigare kvantitativa jämförelsenormer överges, medan det på andra områden innebär att analysen fördjupas och görs med längre mellanrum än vad som hittills präglat kontorets återrapportering.

I syfte att hålla fast vid det längre tidsperspektivet har regeringen valt att i regel arbeta med kvantitativa utvärderingar över rullande femårsperioder. Samtidigt rapporteras det årliga resultatet. Det är viktigt att det längre tidsperspektivet upprätthålls; i vissa fall kan även en längre period än fem år vara relevant. Riksgäldskontoret har dock inte funnit anledning att föreslå någon ändring av den praxis som hittills tillämpats.

I de följande avsnitten behandlas samtliga delområden som är föremål för utvärdering. Det är emellertid framför allt på tre områden som analysen fokuseras. Det gäller dels utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut, där de ambitioner som sattes upp 1999 inte helt har förverkligats, dels vissa oklarheter som regeringen påtalat beträffande utvärderingen av Riksgäldskontorets valutaskuldsvärdning. Dessutom finns det skäl att än en gång diskutera hur utvärderingen av marknads- och skuldsvärd bör gå till.

5.2 Riksdagens utvärdering av regeringens riktlinjebeslut

Riksgäldskontoret lämnade 1999, i samråd med Finansdepartementet, en rapport till regeringen som behandlar principer för utvärderingen av regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning (1999-05-25, Riksgäldskontorets dnr 1999/34). Där konstaterades att regeringens riktlinjebeslut bör utvärderas direkt mot målet för förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen bör således syfta till att bedöma hur regeringens riktlinjebeslut påverkat de långsiktiga kostnaderna för statsskulden samt risknivån i förvaltningen. Eftersom regeringens riktlinjer utformas på grundval av strategiska och långsiktiga överväganden har inte effekter av kortvariga ränte- och valutakursförändringar någon roll i denna del av utvärderingen. Följaktligen bör utvärderingen utgå från en granskning av beslutet i ljuset av den kunskap som fanns vid den tidpunkt då det fattades. Utvärderingen bör koncentreras på att bedöma om de analyser och argument som ledde fram till regeringens beslut håller god kvalitet och förefaller rimliga. En del i processen bör även vara att syna om argumenten och diskussionerna bakom beslutet är fortsatt giltiga i syfte att ge vägledning för framtida beslut.

Eftersom det inte finns någon självklar utgångspunkt – motsvarigheten till riktmärkesportfölj – för en kvantitativ bedömning av regeringens riktlinjebeslut måste utvärderingen i huvudsak vara av kvalitativ karaktär. Dock kan utvärderingen kompletteras med kvantitativa inslag. I rapporten lämnade Riksgäldskontoret förslag på hur en kvantitativ utvärdering av regeringens riktlinjebeslut skulle kunna gå till. Idén var att de kvantitativa beräkningarna skulle ta sin utgångspunkt i Riksgäldskontorets riktlinjeförslag, i vilket kontoret skulle presentera ett antal stiliserade, men tydligt differentierade, skuldportföljer som regeringen kunde välja mellan. En av dessa portföljer skulle vara den s.k. status quo-portföljen, vilken representerar statsskuldportföljen i utgångsläget, dvs. portföljen vid oförändrade riktlinjer. Den kvantitativa utvärderingen skulle därmed bestå i att kostnaderna för den av regeringen valda portföljen jämförs med kostnaderna för de andra portföljerna.

Riksgäldskontoret har dock inte i sina riktlinjeförslag kunnat presentera en sådan meny av alternativa statsskuldportföljer som avses i regeringsrapporten. Visserligen är det sådana portföljer som kontoret använder i sina kvantitativa beslutsstödsmodeller, men därifrån till att presentera en meny av portföljer till regeringen har steget varit längre än kontoret räknat med. De kvantitativa modellresultaten för kostnader och risker är inte tillräckligt tydliga och robusta för att det ska vara rimligt att redovisa resultaten i termer av rangordningsbara portföljer. Därmed har status quo-portföljen blivit det enda jämförelseobjektet. Detta har i sin tur lett till att det enda kvantitativa inslaget som presenteras i utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut är det som berör durationen i den nominella kron- och valutaskulden. Där jämförs kostnaden för den beslutade upplåningen med kostnaden för upplåningen i en portfölj med oförändrad duration, vilket i det här fallet råkar vara statsskuldportföljen från 1999.

Att på detta sätt upphöja status quo-portföljen till norm för utvärdering är olyckligt. För det första ger det intryck av att portföljen från 1999 i någon mening skulle utgöra ett optimalt val för statsskuldens duration, vilket mot bakgrund av att portföljen uppstått till följd av de föregående 10–15 årens lånepolitik, då andra mål och förutsättningar rådde, knappast är rimligt.

Dessutom finns det en konserverande kraft i att utvärdera mot en oförändrad portfölj. I kombination med att tonvikten i utvärderingarna, trots vad som sades i rapporten från 1999, ofta läggs på de kvantitativa indikatorerna kan en sådan utvärderingsnorm leda till att regeringen tvekar att göra förändringar, eftersom den därigenom försäkras om ett nollresultat gentemot ursprungsportföljen. Med ett sådant system är det lätt att glömma bort att ett beslut om att *inte* göra några förändringar är lika mycket beslut som någonting annat och att ett sådant beslut också måste utvärderas på något sätt.

Givet svårigheterna med en kvantitativ utvärdering av regeringens riktlinjebeslut är det enligt Riksgäldskontorets mening större värde i att utvärderingen än tydligare inriktas på att kritiskt granska om de analyser och argument som ledde fram till regeringens beslut håller god kvalitet och förefaller logiska. Det hindrar inte att utvärderingen kan ha kvantitativa *inslag*. Beslutet att öka andelen realobligationer skulle exempelvis kunna analyseras i termer av de marknadsvillkor som råder på realmarknaden. De kvantitativa inslagen ska dock inte syfta till att finna ett kvantitativt *resultat*, exempelvis genom jämförelser mellan kostnaderna i den valda skulden och ett, i praktiken, godtyckligt valt alternativ.

Utgångspunkten för utvärderingen bör således vara att utvärdera regeringens beslut baserat på vilka faktorer som var – eller borde ha varit – avgörande för deras beslut. I det sammanhanget är det även lämpligt att analysera om det tillkommit något som gör att gamla slutsatser bör omprövas. En sådan framtida faktor skulle kunna vara hur regeringen väljer att hantera statsskulden till följd av ett eventuellt EMU-medlemskap. Det är emellertid också viktigt att påpeka att i den mån regeringen angivit egna marknadsbedömningar som skäl för ett visst beslut så ska även utvärderingen utgå från hur marknadsutvecklingen varit. Exempelvis är det rimligt att riksdagen studerar kronans utveckling i det fall regeringen angivit kronkursens utveckling som avgörande för att minska amorteringstakten, något som skedde till exempel 2001.

Det faktum att statsskuldspolitiken är långsiktig innebär vidare att det är rimligt att även utforma utvärderingen i långsiktiga termer. Riksgäldskontoret har i de senaste årens riktlinjeförslag koncentrerat analysen kring någon eller några frågor varje år. De första riktlinjeförslagen analyserade framför allt statsskuldens löptid och storleken på valutaskulden, och i förra årets förslag analyserades realobligationers plats i statsskulden. Dessa analyser har lett fram till att regeringen beslutat att minska valutaskuldens andel, förkorta skuldens duration samt gradvis försöka öka andelen realobligationer. En utgångspunkt för utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut skulle därför kunna vara att koncentrera utvärderingen till något eller några områden varje år för att på så sätt mer genomgripande analysera dessa områden. I det sammanhanget finns det även anledning att väcka liv i förslaget som gavs i regeringens proposition 1997/98:154 *Förvaltningen av statsskulden* att regeringen kan anlita extern kompetens för att få ytterligare underlag för utvärdering.

Sammanfattningsvis förordar Riksgäldskontoret att utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut främst bör avse de strategiska överväganden som låg till grund för beslutet. Det innebär att utvärderingen i stor utsträckning kommer att göras i kvalitativa termer, men att kvantitativa inslag kan förekomma som stöd i analysen. Det är dock inte lämpligt att ta fram kvantitativa *resultat* i förhållande till något jämförelseindex eftersom det inte finns någon rimlig jäm-

förelsenorm eller riktmärke. Att enbart jämföra regerings val av skuldportfölj mot en status quo-portfölj är heller inte lämpligt eftersom status quo-portföljen i så fall riskerar få status som den ”optimala” skuldportföljen och därigenom kan bli normgivande för statsskuldspolitiken utan att den förtjänar en sådan status. Dessutom kan det leda till att regeringen tvekar att göra välmotiverade förändringar i portföljen, eftersom den därigenom försäkras om ett nollresultat gentemot ursprungsportföljen. Utvärderingen bör i stället inriktas på att bedöma om de analyser och argument som ledde fram till regeringens riktlinjebeslut håller god kvalitet och förefaller logiska. Det kan då vara fördelaktigt att koncentrera analysen till något eller några områden varje år för att på så sätt få en mer genomgripande analys av dessa områden.

5.3 Regeringens utvärdering av Riksgäldskontoret

5.3.1 Valutaskuld

Riksgäldskontorets beslut om och hantering av valutaskulden omfattar flera områden. Ett område handlar om vilken amorteringstakt som ska väljas inom ramen för regeringens amorteringsriktmärke och hur växlingarna mellan svenska kronor och utländsk valuta ska hanteras. Ett annat område rör frågan om vilket valutariktmarke som valutaskulden ska styras mot och hur den aktiva förvaltningen av valutaskulden sköts. Slutligen omfattar ett tredje område kontorets upplåningsmetoder för valutaskulden. Dessa tre områden presenteras i tur och ordning nedan.

Valutamandatet

Regeringen har beslutat att valutaskuldens andel av statsskulden ska minska. Skälet är att valutaskuld inte systematiskt kan antas ge några kostnadsfördelar samtidigt som variationer i kronans kurs gentemot utländsk valuta gör att risken med valutaskuld är högre än för skuld i kronor. Enligt nu gällande beslut ska valutaskulden amorteras i en takt motsvarande 15 miljarder kronor under 2002. Kring detta riktvärde har regeringen angivit ett tillåtet variationsutrymme på ± 15 miljarder kronor inom vilket Riksgäldskontoret kan avvika.

Strategiska beslut

Riksgäldskontoret har under de senaste två åren till följd av den svaga kronkursen valt att avvika nedåt i relation till regeringens målsatta amorteringstakt. Bedömningen har varit att kronkursen är orimligt svag och att det därför är kostnadsmässigt motiverat att minska på amorteringstakten.

Att utvärdera eventuella kostnadsbesparingar av Riksgäldskontorets beslut att avvika från riktmärket på grund av bedömningar om den framtida kronkursen är relativt enkelt. I grunden handlar det om att studera kronans utveckling och försöka bedöma om kontorets beslut, givet den information som fanns vid beslutstillfället, var rimligt. En sådan bedömning kan göras i både kvalitativa och kvantitativa termer. Exempelvis redovisade kontoret i förra årets underlag till utvärdering ett räkneexempel baserat på några enkla antaganden om växelkursen för att indikera de potentiella besparingar och risker som är involverade i övervägandena om amorteringstakten. Slutligt facit för om beslutet bidragit till att minska kostnaderna för valutaamorteringarna ges däremot inte förrän vid den tidpunkt när amorteringen faktisk är genomförd. Det är först då som

det är möjligt att i kronor mäta skillnaden mellan den växelkurs som skulle ha betalats om amorteringarna skett under det år riktlinjerna gällde och den slutliga kursen. Följaktligen är det viktigt att även kvalitativt utvärdera de motiv och argument som låg bakom kontorets beslut.

Det är också viktigt att beakta riskerna med att avvika från riktvärdet. Om kontoret exempelvis väljer att minska amorteringstakten i förhållande till regeringens riktmärke kommer valutaskulden att vara större och därmed kommer statsskulden, allt annat lika, att vara mer riskfylld. Från utvärderingssynpunkt synes den enda möjligheten att utvärdera detta vara att analysera och diskutera de bevekelsegrunder som kontoret anfört och på vilket sätt riskaspekter vägts in. Ett sätt, som också förenklat använts av såväl kontoret som regeringen, är att resonera kring risken utifrån några stiliserade scenarier. Detta skulle ge en grov uppfattning om hur mycket dyrare amorteringarna skulle kunna bli om växelkursen går i motsatt håll till kontorets bedömning.

Sammanfattningsvis är den nuvarande utvärderingen av kontorets strategiska beslut om valutamandatet i linje med vad som diskuteras här. Riksgäldskontoret föreslår därför inga förändringar av de nuvarande utvärderingsprinciperna.

Operativ hantering

Fram till den 1 juli 2002 gjorde Riksgäldskontoret alla växlingar mellan kronor och utländsk valuta med Riksbanken. Eftersom växlingshanteringen då var styrd av institutionella begränsningar var det knappast meningsfullt att utvärdera denna. I och med att kontoret framöver kommer att genomföra valutaväxlingar direkt i marknaden, och därmed ges möjlighet att styra över hur detta görs, finns det emellertid anledning att utvärdera även dessa.

En naturlig utgångspunkt för utvärderingen av det första halvårets aktivitet är att bedöma om den strategi som Riksgäldskontoret valt för valutaväxlingarna är rimlig och ändamålsenlig. Kontoret argumenterade i fjolårets riktlinjeförslag att en resultatmässigt neutral växlingsbana bör motsvaras av att växlingarna fördelas relativt jämnt över året. Denna bana ger utrymme för en viss flexibilitet som gör att kontoret kan undvika att genomföra transaktioner i lägen då valutamarknaden exempelvis är tunn. Ett visst handlingsutrymme finns således utan att skillnader i aktivitet från en dag till en annan utvärderas i marknadsvärdestermerna. Tanken är att flexibiliteten ska möjliggöra ett affärsmässigt och professionellt agerande.

Utöver den nödvändiga flexibiliteten i den neutrala växlingsbanan kan styrelsen lägga fast tillåtna avvikelseintervall, även om så inte har skett för 2002. Inom det intervallet kan kontoret göra avvikelser från den neutrala växlingsbanan utifrån bedömningar om marknadsförutsättningarna. Sådana operativa beslut kan utvärderas i efterhand genom att t.ex. beräkna kostnadsskillnaden gentemot den neutrala banan. Syftet är dock inte att generera vinster genom kortsiktiga positioner i kronmarknaden, snarare ska flexibiliteten utnyttjas för att undvika att kontoret tvingas agera en viss dag eller tidpunkt då marknadsvillkoren är oförmånliga. Det är också viktigt att framhålla att den största fördelen med det nya systemet, vilken även utgjorde grunden för regeringens beslut att ge Riksgäldskontoret möjlighet att växla med andra motparter än Riksbanken, är att eventuella förändringar i amorteringstakten får omedelbart genomslag i statens samlade transaktioner på valutamarknaden. Den fördelen

uppnås även om kontoret inte aktivt gör avvikelser från den neutrala växlingsbanan.

Sammanfattningsvis omfattar den operativa hanteringen av valutamandatet Riksgäldskontorets hantering av valutaväxlingarna. Kontoret föreslår att denna bör utvärderas genom att beräkna kostnadsskillnaden i förhållande till den neutrala växlingsbanan, vilken motsvaras av att växlingarna fördelas relativt jämnt över tiden. Eftersom valutaväxlingarna är en ny verksamhet är det emellertid rimligt att utvärderingsmetoderna utvecklas löpande.

Valutariktmärke och förvaltning av valutaskulden

Riksgäldskontoret har sedan ett antal år tillbaka en etablerad modell för styrning och utvärdering av skulden i utländsk valuta. Styrningen sker mot ett riktmärke som stipulerar en viss valutafördelning och duration. Valet av riktmärke är ett strategiskt beslut som fattas av styrelsen. Utvärderingen av den operativa verksamheten sker genom att mäta i vilken mån avvikelser från riktmärket lett till besparingar eller fördyringar. Även fortsättningsvis bör detta utgöra basen för utvärderingen av förvaltningen av skulden i utländsk valuta.

Strategiska beslut

Valet av riktmärke för valutaskulden är ett strategiskt beslut som fattas av styrelsen. Alltsedan 1990 har ambitionen med riktmärket varit att skapa en valutakorg som uppvisar så stor följsamhet gentemot kronan som möjligt. Avsikten har varit att minimera risken för fluktuationer i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor till följd av kursrörelser mellan de i skulden ingående valutorna. Riksgäldskontorets analys för att fastställa riktmärket har i första hand grundat sig på den s.k. mean variance-metodologin. Detta är en vanlig metod inom finansiell ekonomi för att fastställa en lämplig portföljsammansättning. Tekniken räknar fram en kurva, en s.k. effektiv front, utmed vilken ett antal skuldportföljer med optimala valutasammansättningar erhålls. Skuldportföljerna är optimala i den mening att för varje given risknivå har den valutasammansättning valts som gett lägst kostnad, baserat på historiska data. Utifrån detta har kontoret sedan valt en valutasammansättning som gett en relativt låg risknivå och varit förhållandevis stabil över tiden.

Ett riskminimerande riktmärke är dock inte med nödvändighet det självklara valet. Riksgäldskontoret har till uppgift att minimera kostnaderna för statskulden med hänsyn tagen till risk. Med detta i åtanke gjorde kontoret en mindre avvikelse från den vanliga riskminimeringsstrategin den 1 januari 2000 då andelen skuld i schweizerfranc ökades med sex procentenheter på bekostnad av andelen skuld i euro. Bedömningen var att skuld i schweizerfranc, till följd av den systematiskt låga räntenivån i Schweiz, långsiktigt skulle ge lägre kostnader än skuld i euro till priset av en obetydligt ökad risk. Eftersom det är fråga om en långsiktig kostnadsbedömning betraktar kontoret denna justering som en varaktig förändring av riktmärket. Analysen var i huvudsak tillbakablickande och baserades på hur kostnaden för skuld i schweizerfranc respektive euro (D-mark) har utvecklats under såväl den senaste tjugoårsperioden som kortare delperioder.

Valet av riktmärke bör omprövas med jämna mellanrum. Eftersom riktmärket av naturen är av långsiktig karaktär bör Riksgäldskontoret emellertid inte göra

alltför frekventa förändringar i riktmärket. En lämplig avvägning är att ompröva analysen vart tredje år. Riksgäldskontoret har för avsikt att genomföra en ny analys av riktmärkets sammansättning under andra halvåret i år. Om den analysen ger upphov till förändringar av riktmärket kan kontoret fatta beslut om sådana modifieringar i december 2002. Det nya riktmärket skulle sedan vara styrande från och med nästa år.

Riksgäldskontoret har i tidigare förslag till riktlinjebeslut pekat på att valet av riktmärkesportföljer för statsskulden kan utvärderas kvantitativt med hjälp av stiliserade, kontrafaktiska beräkningar, där olika alternativa typ-portföljer ingår. Denna princip ansågs även möjlig att tillämpa på valet av valutasammansättning i riktmärket för valutaskulden. En kontrafaktisk beräkning skulle i detta fall avse hur kostnaderna hade påverkats av att t.ex. ha en annan fördelning mellan euro och dollar.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning i dag är denna typ av kontrafaktiska beräkningar inte ändamålsenlig som utvärderingsmetod för valutariktmärket. Skälet är att det, precis som för regeringens riktlinjebeslut, inte finns någon rimlig jämförelsenorm för att kvantitativt utvärdera riktmärkesportföljen. Sådana jämförande beräkningar får därför lätt inslag av godtycke. I efterhand går det alltid att hitta en annan portföljsammansättning som visat sig ge lägre kostnader. Det är dessutom svårt att dra några slutsatser för framtiden från sådana beräkningar. Utvärderingen av den valda riktmärkesportföljen bör i stället grundas på bedömningar av relevansen och kvaliteten i de analyser och argument som låg till grund för Riksgäldskontorets val av riktmärke.

Utöver beslutet om riktmärkesportfölj kan Riksgäldskontorets styrelse ta *strategiska positioner* gentemot valutariktmärket. Dessa positioner är så stora att de inte ryms inom ramen för Riksgäldskontorets aktiva förvaltning. En sådan position togs t.ex. i december 2000, då styrelsen beslutade att öka andelen dollar och minska andelen euro i valutaskulden. Grunden var att kontoret bedömde att dollarn var kraftigt övervärderad och därför långsiktigt skulle komma att falla i värde gentemot euron. Eftersom detta, till skillnad från ökningen av schweizerfrancandelen, handlar om en strategisk position som ej är ämnad att långsiktigt förändra riktmärkesportföljen, är avsikten från kontorets sida att särredovisa och resultatberäkna denna dollarposition på samma sätt som för den aktiva förvaltningen. Det är alltså fråga om en tillfällig omviktning av valutaskulden grundad på en växelkursbedömning. Om det visar sig att kontorets bedömning varit riktig och dollarn faller, är det naturligt att gradvis reducera den strategiska positionen. Ett första steg i den riktningen togs i slutet av juni innevarande år. På så sätt kommer valutaskulden successivt att närma sig den långsiktiga riktmärkesportföljens sammansättning. Dollarpositionen är oberoende av hur den reguljära riktmärkesportföljen ser ut. Utvärderingen kommer således inte att påverkas av om dollarandelen i riktmärket ändras till följd av höstens analyser.

Sammanfattningsvis anser Riksgäldskontoret att utvärderingen av valet av riktmärkesportfölj för valutaskulden bör göras främst i kvalitativa termer. Anledningen är att det inte finns någon rimlig jämförelsenorm för att kvantitativt utvärdera valet av riktmärke. Utvärderingen bör därför inriktas på att bedöma om de analyser och argument som ledde fram till kontorets val av valutariktmärke håller god kvalitet och förefaller logiska. Det kan då vara lämpligt att

även analysera om argumenten och slutsatserna är fortsatt giltiga för att på så sätt ge vägledning för framtida beslut. Riksgäldskontorets strategiska valuta-positioner bör däremot utvärderas kvantitativt på samma sätt som kontorets aktiva förvaltning.

Operativ hantering

Styrningen av valutaskulden sker mot ett riktmärke som stipulerar en viss valutafördelning och duration. Riksgäldskontoret aktiva förvaltning innebär att kontoret inom de limiter som fastställs av styrelsen kan ta positioner i förhållande till riktmärket utifrån bedömningar om växelkurser och räntor. Utvärdering av den aktiva förvaltningen sker genom att mäta i vilken mån avvikelser från riktmärket lett till besparingar eller fördyringar. I beräkningarna fångas såväl realiserade flöden som orealiserade marknadsvärdesförändringar.

Sedan 1992 görs dessutom ytterligare en utvärdering av kontorets aktiva förvaltning där kontorets resultat jämförs med motsvarande resultat från ett antal externa förvaltare som kontoret anlitar. Sedan den 1 juli 2001 anlitas fem förvaltare med samma begränsningar och möjligheter till avvikelser som Riksgäldskontorets egen aktiva förvaltning. Denna utvärdering har även kompletterats med en jämförelse mellan de uppnådda resultaten i relation till den risk som kontoret respektive de externa förvaltarna tagit i den aktiva förvaltningen, ett s.k. riskjusterat resultat.

Sammanfattningsvis anser Riksgäldskontoret att utvärderingen av den aktiva valutaförvaltningen bör kunna fortsätta på det ovan beskrivna sättet. En modifiering av verksamheten med de externa förvaltarna kan dock eventuellt komma att ske i framtiden genom att någon eller några av de anlitate förvaltarna ges andra ramar och riktlinjer för sin hantering än de som råder för kontorets egen förvaltning. En sådan modifiering av programmet med extern förvaltning skulle ge möjligheter till ytterligare diversifiering och större kostnadsbesparingar, men reducerar i viss mån jämförbarheten med kontorets resultat.

Upplåning

Utvärderingen av Riksgäldskontorets upplåning i utländsk valuta består i huvudsak av en redogörelse av hur kontoret har lånat under året och om några förtida uppköp har gjorts. En stor del av upplåningen i utländsk valuta sker med hjälp av kron/valutaswappar. Anledningen är att dessa dels ofta ger en lägre upplåningskostnad än vad som kan erhållas med andra upplåningsformer, dels främjar likviditeten i den svenska obligationsmarknaden eftersom emissionsvolymerna på detta sätt kan ökas i motsvarande grad. Utvärderingen av Riksgäldskontoret valutaupplåning genom kron/valutaswappar består av att kontoret redovisar omfattningen av transaktionerna samt redogör för utvecklingen av swapspreaden under året. Dessutom redovisas approximativa kostnadsjämförelser mellan upplåning med hjälp av kron/valutaswappar och vanlig kapitalmarknadsupplåning.

Riksgäldskontoret anser att den nuvarande metoden för att utvärdera kontorets upplåning i utländsk valuta är tillfyllest och föreslår därför inga förändringar.

5.3.3 Real skuld

Strategiska beslut

Regeringen har beslutat att andelen reallån i statsskulden långsiktigt ska öka. Upplåningen ska dock vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaden för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk. Innebörden av detta är att andelen reallån inte får ökas till vilket pris som helst. Eftersom möjligheterna att uppfylla regeringens målsättning därmed begränsas av marknadsförhållanden på realmarknaden har kontoret valt att inte lägga fast mer detaljerade riktlinjer på styrelsenivå. Realskulden hanteras således på operativ nivå. Regeringen har godkänt denna arbetsordning och konstaterar att eftersom realobligationsmarknaden alltjämt är relativt outvecklad talar övervägande skäl för att det är på den operativa nivån som marknadsförutsättningarna bäst kan bedömas.

Operativ hantering

Av alla de instrument som Riksgäldskontoret arbetar med är kanske realobligationer det skuldslag där kontorets operativa hantering får störst genomslag på lånevillkoren. Marknaden är alltjämt outvecklad, vilket innebär att det är av stor vikt att ha god löpande dialog med existerande placerare, men, kanske än viktigare, med potentiella nya placerare. Syftet är att förbättra marknaden för realobligationer och att attrahera nya placerare. Placerares synpunkter ska vägas mot kontorets ansvar att bedriva en kostnadseffektiv upplåning.

Den nuvarande utvärderingen utgår från en kostnadsjämförelse med nominell upplåning. Avgörande för resultatet blir hur inflationen utfaller i relation till den break even-inflation som rådde vid emissionstillfället. I termer av utvärdering av om realobligationsupplåningen varit framgångsrik eller ej bör detta resultatet dock tolkas med viss försiktighet. För det första så ger det framräknade resultatet inget svar frågan hur risken i statsskulden påverkats. Eftersom det kanske viktigaste skälet att öka realobligationsupplåningen är att det ger statsskulden bättre riskegenskaper är en strikt kostnadsjämförelse inte tillräcklig. För det andra kan den nuvarande modellen leda till tron att real och nominell obligationsupplåning är perfekta substitut. Realobligationsmarknaden är alltjämt relativt liten och outvecklad och det är därför inte möjligt ens vid fördelaktiga villkor att snabbt och i stor omfattning ersätta nominell upplåning med real. En ytterligare faktor som gör att kostnadsjämförelser ska tolkas med försiktighet är att realupplåningen sker i längre löptider än den nominella. Det innebär exempelvis att den längsta reala upplåningen de facto värderas mot *fiktiv* nominell upplåning.

På motsvarande sätt som för den nominella upplåningen (jfr avsnitt 5.3.4) bör den operativa hanteringen utvärderas genom att studera ett antal olika faktorer. Kostnadsjämförelser mot den nominella upplåningen bör även fortsatt vara en sådan indikator. Andra kan vara teckningskvoter, break even-nivåer i Sverige jämfört med andra länder, relativ prissättning på de valda emissionslånen osv. Att i efterhand analysera effekter på risknivån i statsskulden låter sig dock inte göras, även om det går att *illustrera* hur realobligationer påverkar variationer i skuldens kostnader. Det ger emellertid liten vägledning, eftersom de påtagliga diversifieringsvinsterna uppstår vid stora marknadsrörelser. Här torde en

extern granskning av Riksgäldskontoret och regeringens analyser till stöd för nuvarande policy vara en framkomlig väg, något som i så fall borde ingå i riksdagens utvärdering av regeringen (se avsnitt 5.2).

Sammanfattningsvis är den nuvarande utvärderingen av kontorets operativa hantering av realskulden i linje med vad som diskuteras här. Riksgäldskontoret föreslår därför inga förändringar av de nuvarande utvärderingsprinciperna.

5.3.4 Nominell kronskuld

Strategiska beslut

De strategiska besluten för kronskulden rör vilka principer som upplåningen ska följa. Detta är nära förknippat med kontorets marknadsvårdande åtgärder och strategier (förutsägbarhet, god information och kommunikation, reo-faciliteter m.m.). Därför hänger även utvärderingen av den strategiska inriktningen för upplåningen nära samman med utvärderingen av marknads- och skuldvarlden. Utvärderingen bör således ske i linje med vad som diskuteras under avsnitt 5.3.6.

I vissa fall kan dock delar av upplåningsstrategin ha formulerats i syfte att nå *mätbart* lägre kostnader, dvs. lägre kostnader relativt en annan möjlig strategi. Ett sådant exempel, även om kontoret för tillfället inte tillämpar det, är användandet av ränteswappar i syfte att skapa billigare kortfristig finansiering än via traditionell statsskuldväxelupplåning. Den typen av strategiska beslut bör, i linje med vad som sker i nuläget, utvärderas kvantitativt och på årlig basis.

Operativ hantering

Riksgäldskontoret lånar via framför allt auktioner betydande belopp varje år. Det är därför angeläget att utvärdera om den operativa hanteringen genomförs på ett bra sätt. På samma sätt som i andra delar av statsskultsförvaltningen är det dock svårt att finna några lämpliga indikatorer för att bedöma verksamheten, bl.a. därför att kontoret är ensamt om att bedriva en sådan verksamhet i Sverige. Den mest framkomliga vägen är troligen den som redan används idag. Genom att studera teckningskvoter, räntespridning i auktioner, den relativa prissättningen på de lån som emitterats osv. kan en bild ges av hur verksamheten utfallit. Men eftersom mycket av den operativa hanteringen av den nominella kronskulden också utgår från kontorets marknadsvårdsstrategi kommer utvärderingen av den operativa hanteringen med nödvändigheten falla under denna (se avsnitt 5.3.6).

5.3.5 Löptid

Strategiska beslut

De strategiska besluten för den nominella skuldens duration rör dels vilken duration som ska väljas inom ramen för regeringens riktlinjebeslut, dels hur durationen ska fördelas mellan nominell kron- och valutaskuld.

Kontoret har möjlighet att inom ett visst intervall avvika från den av regeringen angivna durationen för den samlade kron- och valutaskulden. Ett skäl för att göra detta skulle kunna vara att räntan cykiskt ligger på antingen en

väldigt hög eller väldigt låg nivå. Exempelvis skulle det kunna vara lämpligt att avvika uppåt, dvs. att förlänga durationen, om de långa räntorna varaktigt föll till, säg, under 4 procent. Det förutsätter emellertid att andra faktorer, såsom statens lånebehov, inte talar för en annan inriktning. Kontoret har också möjlighet att dela upp durationen på olika sätt mellan den nominella kron- och valutaskulden. Durationen har under senare år delats upp på ett sådant sätt att kronskulden givits en något längre duration. För detta finns en etablerad utvärderingsmetod.

Utvärderingen av kontorets hantering av skuldens duration bör ske i ljuset av den information som fanns vid beslutstillfället. Förutsättningar finns för att göra utvärderingen i såväl kvalitativa som kvantitativa termer. Vidare är det viktigt att även beslut att inte ändra durationen utvärderas. Utvärderingen riskerar annars att leda till att kontoret undviker att ta aktiva beslut i syfte att i stället uppnå ett nollresultat (jfr riksdagens utvärdering av regeringen där samma dilemma diskuteras).

Sammanfattningsvis är den nuvarande utvärderingen av kontorets strategiska beslut avseende löptiden i den nominella kron- och valutaskulden i linje med vad som diskuteras här. Riksgäldskontoret föreslår därför inga förändringar av de nuvarande utvärderingsprinciperna.

Operativ hantering

Tidigare utvärderades den operativa förvaltningen av både den nominella kron- och valutaskulden genom jämförelser mot ett fastslaget riktmärke för durationen i respektive skuldslag. Från och med 2001 övergavs dock denna utvärderingsmetod för den nominella kronskulden. Som berörts tidigare innebär skuldens storlek att det i praktiken är omöjligt att styra den nominella kronskuldens duration gentemot ett snävt definierat riksmärke; transaktionskostnaderna skulle i så fall bli betydande. Vidare speglade den tidigare utvärderingsmetoden inte hur kontorets förvaltning av kronskulden faktiskt går till. Kontoret baserar inte förvaltningen av kronskulden på kortsiktiga marknadsbedömningar och därför ger den tidigare utvärderingsmetoden heller inga svar på om förvaltningen har varit framgångsrik eller ej. Intresset kan i stället riktas mot kontorets marknads- och skuldvård. Utvärderingen av den operativa förvaltningen av valutaskulden sker däremot liksom tidigare genom jämförelser mot riktmärket för durationen.

5.3.6 Marknads- och skuldvård

Regeringen har efterfrågat att metoder för att fördjupa bedömningen av marknads- och skuldvårdens effekter i såväl kvalitativa som kvantitativa termer ska utvecklas. Att hitta en bra metod för att kvantitativt utvärdera marknads- och skuldvårdens effekter på upplåningskostnader är emellertid svårt. Riksgäldskontorets marknads- och skuldvårdande åtgärder syftar till att minska osäkerheten och understödja likviditeten i marknaden för att i förlängningen leda till lägre upplåningskostnader. Men att fastställa vilka räntenivåer som skulle ha gällt om kontoret t.ex. hade valt en annan lånestrategi eller form av kommunikation är omöjligt. Det hindrar däremot inte att kostnadseffekter av vissa åtgärder, som t.ex. införandet av elektronisk handel, går att belysa kvantitativt.

Men en utvärdering av marknads- och skuldvårdande åtgärder blir ofrånkomligen mest av kvalitativ karaktär.

Riksgäldskontorets marknads- och skuldvårdande strategier är långsiktiga och har i de flesta fall verkat under lång tid. Exempelvis har kontoret valt att koncentrera den nominella upplåningen till fåtal lån i syfte att förbättra likviditeten, en strategi som funnits i ca 15 år. Vidare erbjuder kontoret återförsäljarna sedan lång tid repofaciliteter i syfte att undvika bristsituationer i marknaden. Långsiktiga marknads- och skuldvårdsstrategier bör därför lämpligen utvärderas i längre cykler än nuvarande årliga. En lämplig avvägning är att, kanske med stöd av en inhyrd konsult, göra en utvärdering av kontorets samlade insatser var tredje eller fjärde år. På så sätt ges en mer samlad och genomgripande bild av kontorets aktiviteter. Detta skulle dessutom ge underlag som kan användas för att förändra eller förfina marknadsvårdsstrategierna.

För utvärderingen av 2002 års verksamhet planerar kontoret en internationell jämförelse av den svenska statspappersmarknaden med fokus på hur Riksgäldskontorets marknadsvårdande insatser ter sig i jämfört med andra statspappersmarknader. Det bör kunna bli en byggsten i en samlad analys av kontorets insatser för att utveckla och vårda den svenska statspappersmarknaden i syfte att nå lägre lånekostnader.

Strategiska beslut

De strategiska besluten rörande marknads- och skuldvården handlar främst om valet av mål och prioriteringar. Riksgäldskontoret styrelse fastställer mål för kontorets marknads- och skuldvårdande åtgärder. Dessa är ofta av *generell* karaktär och omfattar sådana åtgärder som kontoret vidtar som en del av den löpande verksamheten. Exempel på sådana mål är att kontoret ska bedriva en förutsägbar upplåning, erbjuda repofaciliteter och byten för att understödja marknadens likviditet, agera konsekvent, förutsägbart och öppet i all information och kommunikation, samt verka för att bredda investerarsbasen.

Styrelsen fastställer också *specifika* mål. Dessa omfattar åtgärder som kontoret vidtar under ett enskilt år och som är av mer engångskaraktär. Exempel på sådana åtgärder är att kontoret ska verka för en ökad andel elektronisk handel samt ta fram en kommunikationsstrategi för realobligationer. Till den senare kategorin räknas även sådana insatser som kontoret gjort under året, men som inte varit planerade, t.ex. kontorets utökade repofacilitet i samband med terrorattentaten i USA den 11 september 2001.

Att utvärdera Riksgäldskontorets strategiska beslut angående marknads- och skuldvårdande åtgärder handlar främst om att ta ställning till om de mål som styrelsen satt upp är rimliga. Detta kan göras t.ex. genom jämförelser med andra länder. Att kvantitativt beräkna vilka besparingar som kontorets strategier kan ha lett till är emellertid omöjligt. Eftersom de generella målen är av återkommande karaktär är det rimligt att de utvärderas med längre intervall än bara ett år. Ett lämpligt intervall borde vara var tredje eller fjärde år. De specifika målen bör däremot följas upp årligen.

Operativ hantering

Utvärderingen av den operativa hanteringen av marknads- och skuldvärden handlar om i vilken utsträckning som kontoret uppnått de mål som styrelsen har satt upp. Kontoret bör därför i det årliga utvärderingsunderlaget redovisa vilka åtgärder som gjorts under året, t.ex. omfattningen av repoverksamheten, byten, löpande byten av realobligationer osv. Bakomliggande överväganden i denna hantering bör också redovisas. Dessutom bör eventuella direkta och påvisbara kostnader eller vinster rapporteras.

Eftersom det i de flesta fall är omöjligt att kvantitativt utvärdera kontorets generella marknads- och skuldvardande åtgärder måste ställningstaganden i dessa frågor i stor utsträckning bygga på kvalitativa analyser och överväganden. Exempelvis kan man samla in synpunkter från återförsäljare och placerare på kontorets verksamhet eller göra jämförelser med andra länder. Eftersom kontorets generella åtgärder är av återkommande karaktär och eftersom utvärderingen till viss del måste göras i samarbete med marknadsaktörerna kan utvärderingen med fördel göras i samarbete med en inhyrd konsult. Det är också rimligt att en sådan utvärdering görs med längre intervall än ett år, förslagsvis var tredje eller fjärde år. Däremot bör kontoret liksom tidigare redovisa vilka åtgärder som gjorts under året.

Hur kontorets specifika åtgärder ska utvärderas kan variera från åtgärd till åtgärd. Kontoret bör därför redan i sitt beslut beskriva vilka effekter som åtgärden förväntas ge och hur detta ska utvärderas. Det är också viktigt att de åtgärder som anges av kontoret också redovisas i åiterrapporteringen till regeringen, något som kontoret hittills inte fullt levt upp till.

Slutsats och sammanfattning

Regeringen har efterfrågat att Riksgäldskontoret på såväl strategisk som operativ nivå utvecklar mer kvantitativa metoder för att möjliggöra en mer ingående bedömning av marknadsvårdens effekter på emissionsräntorna. Riksgäldskontoret instämmer i bedömningen att nya metoder för utvärdering av marknads- och skuldvard måste utvecklas. Det huvudsakliga målet bör emellertid inte vara att utveckla kvantitativa metoder, utan snarare att se över hur en samlad och rättvisande utvärdering kan åstadkommas. För detta krävs analyser med både kvantitativa och kvalitativa inslag. Ett viktigt steg för att nå detta mål är dela upp de marknads- och skuldvardande åtgärderna i generella och specifika insatser. De generella åtgärderna bör bli föremål för mer omfattande analyser med längre tidsintervall än ett år. Specifika insatser bör utvärderas utifrån de effekter som de på förhand bedöms kunna uppnås. Så kan t.ex. insatser för att etablera elektronisk handel analyseras i termer av eventuella effekter på likviditeten. Slutligen bör kontoret även fortsättningsvis redovisa vilka marknads- och skuldvardande åtgärder som vidtagits under året, även om en del av analysen av dess effekter sker med längre tidsintervall.