



Innehåll

Sammanfattning	2
Utgångspunkter för förslaget	3
Statsskuldens löptid i ett ALM-perspektiv	5
Statsskuldens löptid – strategiska, taktiska och operativa vägval	9
Förslag till riktlinjer	15
Bilaga: Valutaväxlingar – en uppföljningsrapport	19

Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 26 september 2003

Innehåll

Sammanfattning	2
1 Utgångspunkter för förslaget	3
1.1 Inledning	3
1.2 Hittillsvarande analyser och slutsatser	3
1.3 Prioriteringar i arbetet med årets riktlinjeförslag	4
2 Statsskuldens löptid i ett ALM-perspektiv	5
2.1 Bakgrund och utgångspunkter	5
2.2 Statsfinanser och statsskuldspolitik i ett demografiskt perspektiv	5
2.3 Slutsatser	8
3 Statsskuldens löptid – strategiska, taktiska och operativa vägval	9
3.1 Bakgrund och utgångspunkter	9
3.2 Löptid och risk – principer i repris	9
3.3 Cost-at-Risk – ett nytt mått på riskerna i statsskulden	10
3.4 Statsfinansiella och allmän-ekonomiska faktorer	13
3.5 Avkastningskurvans egenskaper	13
3.6 Summering – vad göra med statsskuldens löptid?	14
4 Förslag till riktlinjer	15
4.1 Inledning	15
4.2 Valutaskuld	15
4.3 Realskuld	16
4.4 Nominell kronskuld	16
4.5 Löptid	17
4.6 Förfalloprofil	17
Bilaga: Valutaväxlingar – en uppföljningsrapport	19
1 Inledning	19
2 Den operativa hanteringen	19
3 Effekter av omläggningen	20
4 Slutsatser	20

Sammanfattning

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

- Ambitionen att minska andelen valutaskuld i statsskulden bör kvarstå. Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2004 föreslås vara 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör få avvika från riktvärdet med ± 15 miljarder kronor. Inriktningen för amorteringen av valutaskulden 2005 och 2006 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.
- Riktvärdet för den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden föreslås vara oförändrad på 2,7 år. Riksgäldskontoret bör få besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration som avviker med maximalt $\pm 0,3$ år från riktvärdet. Realupplåning ska ske i papper med lång löptid.
- Regeln att upplåningen ska inriktas så att maximalt 25 procent av skulden förfaller inom tolv månader bör tas bort och ersättas av en ny indikator på risk, kallad Cost-at-Risk.

Förslagen motsvarar i huvudsak gällande riktlinjer. I den analys som ligger bakom riktlinjeförslaget ägnar Riksgäldskontoret särskilt intresse åt valet av löptid. För det första diskuterar vi hur de kommande decenniernas demografiska omställning bör påverka statsskuldsförvaltningen under de närmaste åren. Riksgäldskontoret konstaterar att den viktigaste anpassningen till kommande påfrestningar är att reducera statsskuldens storlek. Eventuellt kan det på sikt även vara lämpligt att förlänga skuldens löptid. Det minskar risknivån i skulden, vilket är rimligt om osäkerheten om de statsfinansiella utsikterna i övrigt ökar. Det är dock för tidigt att dra några slutsatser om behovet av anpassning av statsskuldsförvaltningen, bl.a. därför att beslut om det framtida överskotts målet ännu inte är fattat.

För det andra diskuterar vi hur statsskuldens löptid bör hanteras i det kortare perspektivet. Som underlag för analysen har Riksgäldskontoret tagit fram ett nytt kvantitativt riskmått, kallat Cost-at-Risk (CaR). Med nuvarande skuldsammansättning och storlek indikerar beräkningarna att det är 5 procents risk att statsskuldens kostnader ska bli i storleksordningen 16 miljarder kronor större än väntat. Med en minskning av de årliga förfallen från 25 till 14 procent sjunker riskmättet till 10 miljarder, men samtidigt ökar de förväntade kostnaderna. Riskavvägningar är ytterst ett politiskt ansvar, men Riksgäldskontoret bedömer att CaR-analysen inte ger grund för att föreslå en förlängning av löptiden. Skulle skuldkvoten de närmaste fem till tio åren inte minska i den takt som följer av de budgetpolitiska målen kan det då finnas skäl att minska riskerna för kraftigt ökade räntekostnader.

1. Utgångspunkter för förslaget

1.1 Inledning

I denna promemoria redovisar Riksgäldskontoret förslag till övergripande riktlinjer för statsskuldsvärdningen i enlighet med bestämmelser i instruktionen för Riksgäldskontoret (1996:311). Förslaget utgår från målet i 5 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldsvärdning, 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.

I detta avsnitt redogör Riksgäldskontoret för de närmare utgångspunkterna för förslaget. Vi redovisar dels viktiga slutsatser och ställningstaganden i tidigare års riktlinjebeslut, dels de prioriteringar som gjorts i analysarbetet inför året förslag och hur de reflekteras i årets riktlinjeförslag.

1.2 Hittillsvarande analyser och slutsatser

1.2.1 Kostnads- och riskmått

Regeringens riktlinjebeslut för statsskuldsvärdningen fattas under osäkerhet, eftersom den framtida utvecklingen av såväl räntor och växelkurser som statsfinanserna är okänd. Statsskuldsvärdningen måste därför struktureras så att det finns marginaler att klara negativa överraskningar. Denna ståndpunkt avspeglas i det lagstadgade målet för statsskuldsvärdningen 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 definieras och 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 statsskuldsvärdningen.

I beslutet angav regeringen också att risken i statsskuldsvärdningen även bör mätas som *skuldportföljens bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden*. Detta kan ses som ett kompletterande reellt mått till det nominella riskmålet ovan. Inspirationen till detta riskmått har hämtats från s.k. Asset and Liability Management (ALM), där den grundläggande idén är att finansiella risker kan minimeras genom att skuldernas egenskaper matchas mot tillgångarnas. Från statsskuldspo-

litisk synvinkel innebär detta att staten kan reducera risken i statsskuldsvärdningen genom att strukturera skulden så att räntekostnaderna samvarierar med budgetöverskotten (exklusive räntor). Intuitionen är 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.

1.2.2 Skuldens sammansättning och löptid

Riksgäldskontoret har i de tidigare riktlinjeförslagen stegvis analyserat frågan om statsskuldens sammansättning och löptid. I slutet av augusti 2003 bestod statsskulden av omkring 28 procent valutaskuld, 14 procent reallån och den resterande delen av nominella kronlån. Riksgäldskontorets 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 riktlinjebeslutet anslutit sig till Riksgäldskontorets bedömning av statsskuldens sammansättning. I det senaste beslutet angav regeringen att valutaskulden ska amorteras med 25 miljarder kronor under 2003, och att inriktningen är att hålla samma takt under 2004 och 2005. 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. Riksgäldskontorets 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 risk 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 Riksgäldskontoret inte föreslagit någon ändring i de gällande riktlinjerna för löptiden sedan dess.

Regeringen har i tidigare riktlinjebeslut anslutit sig till Riksgäldskontorets bedömning av durationen i den nominella kron- och valutaskulden. I beslutet för 2003 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 2004 och 2005 ska vara oförändrad duration.

1.3 Prioriteringar i arbetet med årets riktlinjeförslag

I år lägger Riksgäldskontoret särskilt tonvikt vid statsskuldens löptid. För det första har vi återvänt till frågan hur ALM-synsättet ska kunna utvecklas och tillämpas i statsskultsförvaltningen, ett stående uppdrag till Riksgäldskontoret från regeringen. Utgångspunkten är att hittillsvarande ALM-mässiga inslag i analyserna har varit av konjunkturell karaktär, kopplat till konjunkturcykeln. Statens långsiktiga ekonomiska ställning påverkas dock i väl så hög grad av strukturella faktorer. Som illustration av en viktig strukturell faktor diskuterar vi om och i så fall hur de kommande decenniernas demografiska omställning bör påverka statsskultsförvaltningen under de närmaste åren. Tonvikten läggs, som nämns ovan, på om det finns skäl att ändra skuldens löptid. Analysen, som görs i verbala och kvalitativa termer, redovisas i avsnitt 2.

För det andra diskuterar vi, i avsnitt 3, hur statsskuldens löptid bör hanteras i det kortare perspektivet. Utgångspunkten är att riktlinjerna fortlöpande måste anpassas till rådande yttre omständigheter och till de statsfinansiella utsikterna. Det nuvarande riktvärdet på 2,7 år (mätt i termer av duration) har varit oförändrat sedan 2000, varför det finns skäl att på nytt granska valet av löptid i såväl strategiska och taktiska, som operativa termer. Som underlag för analysen har Riksgäldskontoret tagit fram ett nytt kvantitativt riskmått, kallat Cost-at-Risk (CaR). Bland annat med hänvisning till det nya måttet föreslår Riksgäldskontoret (i avsnitt 4) att den hittillsvarande restriktionen på förfalloprofilen ska tas bort och ersättas av en indikator byggd på CaR-måttet.

Slutligen innehåller rapporten, i enlighet med ett uppdrag i regleringsbrevet, en bilaga om erfarenheterna av 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.

2. Statsskuldens löptid i ett ALM-perspektiv

2.1 Bakgrund och utgångspunkter

I förslaget till riktlinjer för 2001 presenterade Riksgäldskontoret ALM – ”asset and liability management” – som en fruktbar utgångspunkt för den fortsatta analysen av statsskuldsförvaltningen. Slutsatsen löd (något förkortat):

Enligt Riksgäldskontorets bedömning ger ett ALM-baserat synsätt på statsfinanserna en intressant och utvecklingsbar ram för analys av statsskuldsförvaltningen. Frågan hur en relevant definition av risk för beslut om statsskuldens sammansättning bör se ut kan här tänkas få ett adekvat svar.

Det finns anledning betona att ALM är att uppfatta som en tankeram, snarare än ett analysredskap. Till framtida räntor och växelkurser, som bestämmer statsskuldens kostnader, måste i en ALM-tillämpning fogas analyser av den långsiktiga utvecklingen av övriga komponenter i statsbudgeten. Frågan är hur statens inkomster och statens utgifter vid sidan av kostnaderna för statsskulden kan antas samvariera – konjunkturellt och strukturellt – med finansiella variabler. Vidgången av perspektivet gör att statsskuldens sammansättning således skall avvägas inom ramen för en analys som i princip bör omfatta alla faktorer som påverkar budgetsaldot och statsskulden. Skuldens långsiktiga karaktär gör att strukturella faktorer bör beaktas, liksom möjligheten att oväntade chocker kan uppträda. Den långa planeringshorisonten gör samtidigt att analysen är förknippad med stor osäkerhet. Detta bör dock inte uppfattas som en brist i ansatsen. Svårigheterna är fundamentala och dessa faktorer påverkar statsskuldens egenskaper oberoende av om man beaktar dem eller ej. Samtidigt pekar insikten om komplexiteten på vikten av ödmjukhet när det gäller ambitionerna att med kvantitativa metoder bestämma hur statsskulden bör vara sammansatt.

Riksgäldskontoret bedömer att ALM-ansatsen kan och bör utvecklas vidare. Den ger en konceptuellt rimlig tankeram för analys av statsskuldsförvaltningen. Riksgäldskontoret avser därför att återkomma med stegvis fördjupade analyser i såväl kvalitativa som kvantitativa termer i kommande förslag till riktlinjer.

Regeringen instämde i bedömningen och har uppdragit åt Riksgäldskontoret att utveckla analysen och synsättet. Mot denna bakgrund är frågan vilket nästa steg i utvecklingen av ALM-synsättet bör vara.

I citatet ovan betonas att såväl konjunkturella som strukturella faktorer måste beaktas i en ALM-analys av statsfinanserna. De analyser Riksgäldskontoret hittills har presenterat har siktat in sig på konjunkturella aspekter. Det framgår exempelvis av att vi använt simuleringsmodeller uppbyggda kring antagandet att ekonomin rör sig mellan perioder med hög respektive låg tillväxt enligt ett slumpmässigt mönster. Trots att simuleringarna sträcker sig över en trettioårsperiod antas den underliggande ekonomin vara oförändrad, bortsett från en trendmässig positiv tillväxttakt.

En avgörande strukturfråga i svensk ekonomi rör konsekvenserna av den demografiska omställningen under de kommande decennierna. Som konstaterats i en rad rapporter och utredningar kan ökningen av antalet äldre på olika sätt leda till påfrestningar på de offentliga finanserna.¹ Det kan därför fungera som utgångspunkt för en mer långsiktig analys av statsskuldsförvaltningens förutsättningar. I ett första steg granskar Riksgäldskontoret därför hur de demografiska faktorerna kan påverka statsfinanserna på lång sikt. Det andra steget är att söka analysera vad (om något) dessa förändringar betyder för hanteringen av statsskulden under de närmaste åren. Ansatsen är kvalitativ.

Det bör, liksom i citatet ovan, understrykas att resonemangen rör komplexa och delvis okända samband över en lång tidshorisont. Slutsatserna rör således mer vilka frågor som måste besvaras än vilka svar som dessa frågor bör ges.

2.2 Statsfinanser och statsskuldspolitik i ett demografiskt perspektiv

2.2.1 Statsskulden

Förändringen i befolkningsstrukturen under de kommande decennierna är väl kända och omdiskuterade, t.ex. i samband med omläggningen av det allmänna pensionssystemet. Pensionsreformen gör att statsfinanserna kan antas vara relativt opåverkade av hur kostnaderna för pensionssystemet utvecklas. Det finns dock andra vägar via vilka en ändrad befolkningsstruktur kommer att påverka statsfinanserna.

1) Se t.ex. prop. 2000/2001:1, bilaga 5, ”Utvecklingen på lång sikt”.

Effekter uppstår både på inkomst- och utgiftssidan. Det är fråga om dels lägre tillväxt i skattebaser, i första hand om antalet sysselsatta minskar, dels ökande utgifter för offentlig service, t.ex. hälso- och sjukvård. Det formella huvudansvaret för vård och omsorg vilar visserligen på kommuner och landsting, men ökad efterfrågan på kommunala tjänster påverkar ofrånkomligen statens ekonomi. Antingen måste statens bidrag till kommunerna höjas eller också måste kommunernas skatteuttag ökas, vilket begränsar statens beskattningsutrymme, både direkt och indirekt. Även förändringar i finansieringen av vård och omsorg kan aktualiseras, t.ex. med ett större inslag av egenavgifter, men likafullt har staten långtgående åtaganden på dessa områden.²

Det är bl.a. mot den här bakgrunden som det under senare år diskuterats att höja överskottsmålet för de offentliga finanserna. Större offentliga överskott under de närmaste fem till tio åren skulle stärka den offentliga sektorns balansräkning. En lägre skuld gör att räntebetalningarna minskar och utrymmet för övriga statsutgifter ökar. En låg skuld kan också skapa utrymme för ökad upplåning under den period då de demografiskt betingade påfrestningarna är som störst. Hur stora påfrestningarna blir är osäkert, om inte annat därför att bedömningarna sträcker sig över flera decennier. Osäkerheten kan dock ses som ett skäl i sig för att höja överskottsmålet genom att en mindre skuld gör de offentliga finanserna mer motståndskraftiga även mot oväntade störningar.

Eftersom pensionssystemet styrs av avsättningsregler som är låsta och kommunerna sannolikt inte kommer att bidra med några nämnvärda överskott (och enligt gällande regler heller inte får gå med underskott), förutsätter ett högre mål för det samlade överskottet att staten ökar sitt sparande under de kommande åren. Under de närmaste åren förväntas statens finansiella sparande uppvisa ett underskott på motsvarande omkring 1 procent av BNP i ett balanserat konjunkturläge.³ Ett höjt överskottsmål skulle t.ex. kunna innebära att budgetarbetet inriktas på att statens finansiella sparande ska ligga kring eller något över noll över en konjunkturcykel. Det skulle göra att skuldkvoten faller tämligen snabbt. En lägre statsskuldkvot gör statsfinanserna mer motståndskraftiga mot såväl väntade som oväntade påfrestningar.⁴

2.2.2 Statsskuld förvaltningen

Utgångspunkter

Statsskuld förvaltning rör hanteringen av en skuld av viss stor-

lek. Hur stor statsskulden bör eller kan tillåtas vara analyseras och beslutas i andra sammanhang än i riktlinjerna för statsskuld förvaltningen, i sista hand i riksdagens beredning av den långsiktiga budgetpolitiken. Ändå är det viktigt att i analysen av hur statsskuld förvaltningen ska läggas upp väga in vilka risker som finns i statsfinanserna i stort. Detta följer av det ALM-mässiga synsätt som vägleder statsskuldspolitiken.

I ett läge med robusta statsfinanser och liten risk för störningar kan det vara rimligt att göra en annan avvägning mellan förväntad kostnad och risk i statsskuld förvaltningen än om statsfinanserna framstår som mindre robusta. De ovan diskuterade faktorerna har inte vägts in i tidigare riktlinjeförslag och -beslut. Även om det viktigaste medlet för att förbereda statsfinanserna för de kommande decenniernas demografiska förändringar är att reducera skuldkvoten finns det anledning att analysera hur statsskuld förvaltningen bör inriktas under åren fram till dess statsfinanserna av demografiska skäl börjar utsättas för påfrestningar.

En första fråga är hanteringen av skuldens löptid. Ett grundläggande element i det statsfinansiella scenario som skisserats ovan är en längre period med relativt stora nettolånebehov.⁵ Det är inte önskvärt att under samma period dessutom behöva refinansiera (eller räntejuster) stora delar av skulden varje år. Dels kan bruttolånebehovet bli svårhanterligt stort, vilket i sig kan höja lånekostnaderna, dels blir genomslaget på lånekostnaderna av eventuellt högre räntor kraftigare. Erfarenheterna från den första hälften av 1990-talet illustrerar riskerna med att ha en kort löptid i statsskulden när nettolånebehovet ökar kraftigt och oväntat.

Den enkla slutsatsen är att det kan finnas anledning att av riskhänsyn överväga att som förberedelse inför kommande påfrestningar förlänga statsskuldens löptid.⁶ Därigenom minskar det årliga bruttolånebehovet, liksom beroendet av de räntevillkor som råder under perioden med ansträngda statsfinanser.⁷

Mot detta måste vägas att det normalt är dyrare att låna långt. Det gäller i vart fall nominella obligationer. Den nominella avkastningskurvan har i allmänhet positiv lutning, bl.a. därför att inflationsosäkerheten är större ju längre tidshorisonten är. För reala obligationer spelar inflationsosäkerheten mindre roll, men placeringar som sträcker sig flera decennier framåt i tiden kan även tänkas ha en med löptiden växande kreditriskpremie.⁸

Följaktligen förutsätter valet av löptid en avvägning mellan förväntad kostnad och risk. Av betydelse i det sammanhanget är både hur stora kostnadsökningar som kan tänkas uppstå och

2) Se vidare t.ex. Kommunförbundets rapport "Kommunala framtider – en långtidsutredning om behov och resurser till år 2050" (www.svekom.se/ekonomi/publikat/Finanssektioner/Kommunala_framtider.pdf)

3) Om man bortser från skillnader mellan finansiellt sparande och budgetsaldo, innebär det att statsskulden antas öka något i kronor räknat. Statsskulden som andel av BNP – skuldkvoten – kan ändå förväntas krympa, eftersom nominell BNP torde växa med ca 4 procent per år i genomsnitt givet att inflationstakten ligger i linje med målet 2 procent.

4) Även åtgärder som gör att tillväxten i ekonomin stiger, sysselsättningsgraden ökar etc. har betydelse för skuldkvoten och för statsfinanserna genom att BNP växer snabbare. För den följande diskussionen om statsskuld förvaltningen har dock orsakerna till att skuldkvoten minskar mindre betydelse.

5) I prop. 2000/2001:1, bilaga 5 (diagram 3.3) redovisas ett scenario där det finansiella sparandet i offentlig sektor sjunker från 2 procent av BNP, som antas vara målet fram till 2015 (ett mål som dessutom uppnås), till -3 procent omkring 2030.

6) Frågan huruvida det är mest ändamålsenligt att använda nominella eller reala obligationer (eller både och) för detta ändamål diskuteras nedan.

7) Även synen på lämplig andel valutaskuld kan påverkas. En aspekt är att valutaskuld i allmänhet är mer riskfylld än inhemsk skuld. Ökade allmänna statsfinansiella risker skulle därför tala för mindre valutaandel, allt annat lika. Frågan är dock komplicerad, bl.a. därför att man även bör beakta hur växelkursen kan tänkas påverkas av den demografiska omställningen. Till detta kommer att tidsperspektivet här är så långt att frågan om staten har en valutaskuld kan anses öppen. Diskussionen i detta avsnitt, som ändå är översiktlig och principiell, ägnas därför endast åt löptidsvalet.

8) Realobligationer är skyddade mot oväntad inflation, men i ett nominellt skattesystem, där även inflationskompensationen beskattas, kan vid hög inflation en del av köpkraftsskyddet gå bort i skatt.

vilken grad av risk staten är beredd att ta. Den första frågan är svårbedömd, men i princip möjlig att analysera i ekonomiska termer. Åtminstone kan man kvantitativt illustrera följderna av olika tänkbara utvecklingsförlopp; se vidare avsnitt 3 nedan.

Statens beredskap att ta risker i statsskuldsvärdning är en i grunden politisk fråga och måste därför avgöras av regering och riksdag. Det kan dock konstateras mot bakgrund av de resonemang som förs ovan att för en given syn på risk är det sannolikt ändamålsenligt att på sikt ha längre löptid i den svenska statsskulden än den nuvarande. I en mer osäker statsfinansiell situation är det – allt annat lika – ändamålsenligt att reducera de risker som härrör från statsskuldsvärdningen.

Förloppet kan förstås bli ett annat än det som skisseras ovan och riskerna i statsskulden minska påtagligt av andra skäl under de kommande åren. Ett sätt är, som nämns ovan, ambitiösa överskottsplaner eller andra faktorer som gör att statsskulden minskar ytterligare. Ju mindre skulden är, desto mindre är risken för att refinansieringsbehov ska bli en källa till störningar. Det kan också komma att fattas politiska beslut som gör att den minskning i det finansiella sparandet som framkommer ur konsekvenskalkyler baserade på (mer eller mindre) oförändrade regler inte realiserar.

Å andra sidan finns det även strukturella faktorer vid sidan av de demografiska förändringarna som kan komma att påverka statsfinanserna. En sådan är ökad skattekonkurrens. Krympande utrymme att ha högre skattesatser i Sverige än i omvärlden skulle försvaga statens finanser och ställa krav på anpassning av utgifterna. Om dessa anpassningskrav sammanfaller med ökad efterfrågan på offentliga tjänster till följd av en växande andel äldre, växer svårigheterna att nå långsiktiga underskotts- och skuldmål ytterligare.

Den sammanvägda slutsatsen om statsskuldens löptid är således betingad på en rad svårbedömda faktorer. Dels påverkas analysen av beslut som ännu inte är fattade, i synnerhet ambitionerna när det gäller den viktigaste faktorn, skuldkvotens utveckling. Dels råder genuin osäkerhet om hur övriga faktorer som påverkar statsfinanserna, t.ex. graden av skattekonkurrens, utvecklas. Underlag för att nu avge en entydig rekommendation finns därför inte.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning kan dock en förlängning av statsskuldens löptid komma att aktualiseras under de kommande åren. Osäkerhet i den miljö i vilken statsskuldsvärdningen bedrivs kan i sig ses som ett skäl för en sådan åtgärd. Det kan därför ha sitt intresse att i detta sammanhang diskutera metoder för att åstadkomma en sådan förändring och när den i så fall bör ske.

Hur och när förlänga statsskuldens löptid

När man ska ta ställning till hur och när en eventuell löptidsförlängning ska genomföras väcks ett antal frågor. Två (stilisierade) huvudalternativ inställer sig.⁹

Det första alternativet är att redan under de närmaste åren börja ge ut mycket långa obligationer, t.ex. med 30 års löptid. Detta skulle möjliggöra en gradvis förlängning av skulden och ge kända lånekostnader (reala respektive nominella) på delar av skulden under en lång period. Nackdelen är att den eventuella fördyringen till följd av att staten ger ut mer långa lån därmed inträder tidigare.

Det andra alternativet är att fortsätta att ha en relativt kort skuld under fem eller tio år och genomföra förlängningen först om och när lånebehoven börjar öka. Sannolikt ger detta något lägre räntekostnader under de närmaste åren, vilket i sig minskar skulden något. Mot detta måste vägas att om risknivån sedan stiger måste förändringen – allt annat lika – göras snabbare. En fara med att vänta och se är också att om värre svårigheter än väntat uppstår, kan det bli dyrt att göra förlängningen. Lånevillkoren kan då ha försämrats innan staten börjar agera. Möjligen kan det också finnas fördelar med att börja tidigt med att bygga upp en marknad för riktigt långa nominella obligationer. Riksgäldskontoret har i modern tid inte gett ut nominella obligationer med löptid längre än 20 år.

En variant av detta alternativ är att inleda förlängningen genom att öka andelen realobligationer. Eftersom realobligationer naturligen ges ut i längre löptider än nominella obligationer, leder det automatiskt till något minskade årliga refinansieringsbehov. Som nämns ovan är merkostnaden för att ge ut långa realobligationer också eventuellt lägre än för motsvarande nominella lån.¹⁰ I realmarknaden är således 30-åriga lån naturliga även i ett svenskt perspektiv; det längsta utestående reallånet förfaller år 2028 och introducerades när det var 30 år.

Bakom ett sådant agerande måste ligga bedömningen att det är rimligt från kostnads- och risksynpunkt att långsiktigt öka realandelen i statsskulden. Att mer generellt värdera egenkaperna hos realobligationer i ett scenario med en växande andel äldre är komplicerat. Många olika förlopp är tänkbara. Mot bakgrund av att mindre än 15 procent av statsskulden i utgångsläget är finansierad med reala lån kan en ökning av realandelen dock – liksom i gällande riktlinjer – motiveras av rena diversifieringsskäl. Sett i ett i sammanhanget kort perspektiv kan därför fortsatt ökad realandel framstå som en rimlig väg på medellång sikt, utan att föregripa beslutet om hur löptiden mer generellt ska hanteras.

9) Notera att det inte räcker att diskutera skuldens genomsnittliga löptid. Även om emission av t.ex. en stor mängd tioåriga obligationer under de närmaste åren skulle förlänga skuldens genomsnittliga duration här och nu hinner dessa obligationer förfalla innan de förväntade påfrestningarna på statsfinanserna börjar.

10) Efterfrågan på realobligationer i Sverige har periodvis varit koncentrerad till relativt korta löptider. De principiella skälen för att räkna med att lång realupplåning är relativt billig är därmed inte självklart giltiga.

2.3 Slutsatser

Den viktigaste åtgärden för att öka statsfinansernas motståndskraft mot de påfrestningar som kommer på lång sikt till följd av den demografiska omställningen är att reducera statsskuldskvoten. Om så sker, ökar utrymmet att ta något större risker inom statsskuldspolitiken i syfte att hålla nere kostnaderna. Å andra sidan, om statsfinanserna framstår som känsliga för framtida påfrestningar, finns det skäl att minska riskerna i statsskuldförvaltningen. Detta är enkla slutsatser som följer av ett ALM-mässigt synsätt på målet för statsskuldförvaltningen.

Osäkerhet om vilka mål som kommer att ställas upp för de statliga finanserna och hur utfallet under de kommande fem till tio åren kommer att bli gör det svårt att identifiera åtgärder inom statsskuldförvaltningen som entydigt skulle förbättra förutsättningarna att nå det statsskuldspolitiska målet om låg kostnad med beaktande av risk.

På lång sikt kan riskhänsyn göra att det är ändamålsenligt att förlänga löptiden i statsskulden. Därigenom minskar behovet att refinansiera förfallande lån under den period när statens nettolånebehov är stort. Det är emellertid inte givet att det är lämpligt att börja förlänga skulden redan under de närmaste åren. För det första beror behovet av åtgärder på hur starka statsfinanser

Sverige lyckas bygga upp under de närmaste åren. För det andra måste Riksgäldskontoret för att få någon effekt på förfallen under den relevanta perioden i så fall ge ut åtminstone 30-åriga obligationer. Nackdelen är att förlängningen kan bli dyr om det visar sig att efterfrågan på så långa nominella lån är liten.

Realobligationer är eventuellt intressantare, eftersom det bör finnas efterfrågan på mycket långa lån som ger skydd mot oförväntad inflation. Dessutom är realobligationsstocken mer trögriktig. Om staten på lång sikt vill öka andelen mycket lång real upplåning kan det därför vara lämpligt att börja styra över realemissionerna till de längsta obligationerna och eventuellt även introducera längre lån.

Marknaden för reallån är dock så liten i förhållande till skulden som helhet att möjligheterna att påverka den samlade risken via realupplåning är små. För att mer märkbart påverka den genomsnittliga löptiden måste den nominella skulden förlängas. Dock finns inte underlag för att med hänvisning till de strukturella faktorer som diskuteras i detta avsnitt redan nu föreslå en sådan åtgärd.

Riksgäldskontoret återkommer till en samlad bedömning om hur löptiden bör hanteras de kommande åren i avsnitt 4. I den ska även de mer medel- och kortsiktiga faktorer som diskuteras i avsnitt 3 vägas in.

3. Statsskuldens löptid

– strategiska, taktiska och operativa vägval

3.1 Bakgrund och utgångspunkter

Valet av löptid i nominella skuldsdrag är uttryck för en avvägning mellan förväntad kostnad och risk. Ju kortare skuld, desto lägre förväntade kostnader på lång sikt, eftersom avkastningskurvor oftast har positiv lutning. Men korta räntor är samtidigt mer variabla. Det gör att kostnaden för en kort skuld är mindre förutsebar, dels därför att lånekostnaden per upplånad krona kan variera starkt, dels därför att större del av skulden räntestjusteras i varje period och därmed påverkas av det aktuella ränteläget.¹¹

I förslaget till riktlinjer för 2000 presenterade Riksgäldskontoret en första mer ingående kvalitativ och kvantitativ analys av valet av löptid i statsskulden. Den utmynnade i förslaget att förkorta riktvärdet för löptiden i den sammanvägda skulden i nominella kronor och utländsk valuta från 3,0 till 2,7 år. Motivet var att i det aktuella intervallet kan en kortare skuld förväntas ge något lägre lånekostnader utan nämnvärd ökning av risken. Regeringen följde förslaget.

Senare analyser med hjälp av mer genomarbetade simuleringsmodeller har inte föranlett någon ändring av löptiden. En observation i dessa analyser, som snarast förstärker de kvalitativa argumenten för att ha en relativt kort skuld, är att korta räntor i inhemsk valuta i många fall är låga i perioder när statsfinanserna är ansträngda. Orsaken är att centralbanken söker stimulera efterfrågan i lågkonjunktur med hjälp av räntesänkningar.

Samtidigt måste det konstateras att beslutet att sätta riktvärdet till just 2,7 år inte är grundat på en samlad analys som anger att just denna löptid är "rätt" i mer fundamental mening. Som Riksgäldskontoret framhållit i tidigare riktlinjeanalyser är det i praktiken inte möjligt att från det överordnade målet härleda en optimal statsskuldsportfölj. Följaktligen är löptidsvalet uttryck för en relativ bedömning; 2,7 år framstod på marginalen som bättre än 3,0 år genom att ge lägre förväntad kostnad utan nämnvärd riskökning. Och 3,0 år blev referenspunkten för utvärdering trots att det enda som med säkerhet kan sägas om den löptiden är att den varit godtagbar under tiden fram till det nya beslutet.

Dessa omständigheter skapar låsningar. Avvikelse från den gällande löptiden måste motiveras särskilt och den efterföl-

jande utvärderingen tar status quo-läget som jämförelsenorm. Genom att effekter på kostnaderna är enklare att bedöma och mäta i efterhand, är det också lätt att föreslå en förkortning. I normalfallet kommer det att på sikt ge lägre kostnader. En förlängning av löptiden måste däremot i allmänhet motiveras med riskargument, vilka är svårare att värdera. Ett sådant beslut kan i efterhand också i många fall komma att kritiseras som kostsamt, särskilt om de risker som låg bakom förlängningen inte materialiseras.

Mot denna bakgrund gör Riksgäldskontoret i årets riktlinjeförslag en förnyad analys av valet av löptid i statsskulden. Frågan om en omprövning av nuvarande riktvärde aktualiseras även av vissa yttre omständigheter. För det första är utsikterna för statsfinanserna mer osäkra än de närmast föregående åren, då budgeten redovisat stora överskott. För det andra är marknadsräntorna för närvarande relativt låga sett i ett längre tidsperspektiv. Båda dessa faktorer skulle kunna tala för att löptiden bör förlängas, men skäl finns även att avstå. Dessutom kan de bakomliggande motiven tala för skilda metoder för att åstadkomma en eventuell förändring.

3.2 Löptid och risk – principer i repris

Genom att valet av löptid tydligt tvingar beslutsfattaren att väga förväntad kostnad mot risk – det överordnade målets båda dimensioner – är det en nyckelfråga i förvaltningen av statsskulden. Problemet kan i stiliserade termer formuleras på följande sätt.

Erfarenheten (och vissa principiella argument) talar för att korta nominella räntor i genomsnitt över långa perioder är lägre än långa räntor. Renodlad kostnadsminimering talar således för att staten bör ha en skuld med kort löptid.¹² Mot detta måste vägas att korta räntor är mer variabla än långa och ofta rör sig i ett vidare intervall, eftersom de är styrda av de korträntor som centralbanken sätter av penningpolitiska skäl.

Med i grunden starka statsfinanser kan staten utan problem stå emot en uppgång i korträntorna orsakad av en penningpolitisk åtstramning i ett reguljärt konjunkturförlopp.

11) Här läggs tonvikten på räntestjusteringsrisk. Det kan inte uteslutas att kort upplåning ska försätta staten i ett läge där den har svårt att över huvud taget få lån, s.k. refinansieringsrisk. Det är dock ett så extremt läge att det kan lämnas därhän i det aktuella resonemanget.

12) Här spelar det ingen roll om dessa korta lån skapas genom direkt kort upplåning, lån med räntestjusteringsklausul eller genom ränteswappar. Det viktiga är att räntevillkoren är knutna till aktuella korträntor.

Svårigheter kan dock uppstå om åtstramningen blir osedvanligt drastisk och utdragen eller om nettolånebehovet ökar avsevärt (eller, i värsta fall, om båda sakerna händer samtidigt). Med en kort skuld kommer skuldens kostnader då att stiga snabbt. Dessutom leder oväntat stora lånebehov i sig till en förkortning av skulden, genom att statsskuldväxlar fungerar som buffert fram till dess det står klart att en ökning är bestående och motiverar större emissioner av långa obligationer. Staten kan därmed hamna i ett läge där bruttolånebehoven börjar framstå som svårhanterliga, vilket ytterligare kan driva upp de längre räntorna. I det läget kan det bli dyrt att göra vad som krävs för att reducera risken, nämligen att förlänga skuldens löptid.

En illustration av dessa mekanismer kan hämtas från första hälften av 1990-talet. Efter en snabb och okontrollerad försämring av statsfinanserna tvangs staten då förlänga löptiden i statsskulden i ett läge med höga räntor, präglad av misstro mot både statsfinanserna och prisstabiliteten. Det var kostsamt, men att göra ingenting hade kunnat bli än mer dyrbart. Förlängningen bidrog till att minska den långsiktiga osäkerheten om statsskuldens finansiering och sänkte således kreditriskpåslaget.

Sådana kriser är sällsynta. Det är därmed svårt att i strategiska beslut om statsskuldsvärdet på ett konsekvent sätt väga in risken för att de ska inträffa. Samtidigt är det just vid denna typ av allvarliga störningar som värdet, statsfinansiellt och samhällsekonomiskt, av att ha en väl avvägd statsskuldportfölj är som störst.

Häri ligger en avgörande utmaning för statsskuldsvärdet: Att under stabila perioder se till att statsskulden har en sådan sammansättning att den tål de påfrestningar som uppstår om och när lugnet bryts. Beslutsfattarna tvingas göra en bedömning, som ytterst handlar om vilken årlig försäkringspremie de är villiga att betala för att stå bättre rustade om det oväntade inträffar. Detta är primärt en policymässig utmaning, eftersom beslutet inte kan grundas på entydiga analytiska slutsatser.

Det går ändå att som underlag för bedömningarna illustrera riskerna för extrema förlopp där statens räntekostnader ökar kraftigt. För detta ändamål har Riksgäldskontoret utvecklat en ny riskindikator, vars egenskaper beskrivs i det följande delavsnittet.

3.3 Cost-at-Risk – ett nytt mått på riskerna i statsskulden

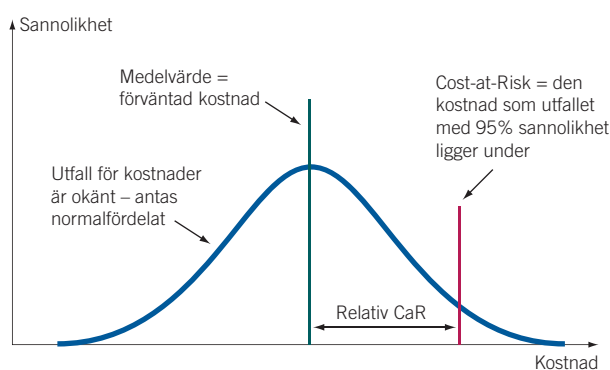
3.3.1 Vad är Cost-at-Risk?

Cost-at-Risk (CaR) är ett statistiskt riskmått. Metod och antaganden för CaR är i princip desamma som för Value-at-Risk (VaR), som Riksgäldskontoret använder för styrningen av den aktiva förvaltningen av valutaskulden. Båda måtten bygger på

statistiska samband och antaganden om normalfördelade och korrelerade finansiella variabler.

Den största skillnaden mellan VaR och CaR är vilken resultatsiffra man fokuserar på. I VaR-beräkningar mäter man risken för att skuldens marknadsvärde ska stiga. I CaR-beräkningar mäter man risken för att skuldens löpande räntekostnader *utan hänsyn till marknadsvärdeeffekter* ska öka. En annan skillnad är att CaR oftast beräknas på längre tidshorisont än VaR. För CaR är en vanlig tidshorisont tio år, medan den för VaR är kortare än en månad.

CaR kan beräknas på flera sätt. En vanlig metod är att man simulerar framtida utveckling för räntor, valutakurser m.m. och beräknar kostnader för olika lånestrategier under ett antal år framåt i tiden för varje scenario. CaR mäts sedan som de fem procent värsta utfallen för en viss period.



CaR anges, liksom VaR, alltid för en bestämd tidsperiod och sannolikhet. Sannolikheten uttrycks vanligen som ett procenttal. En ettårig, 95 procents CaR på 70 miljarder kronor betyder t.ex. att kostnaden för skulden inom ett år med 95 procents sannolikhet blir 70 miljarder kronor eller lägre. Det är följaktligen 5 procents risk att kostnaden blir 70 miljarder kronor *eller högre*. Statistiskt motsvarar 5 procents risk att kostnaderna kommer att bli högre än CaR-estimatet en gång på tjugo år.

Det som bäst fångar risken för en oväntad kostnadsuppgång är skillnaden mellan Cost-at-Risk och den förväntade kostnaden. Detta mått kallas *relativ CaR* och anger hur mycket *högre än förväntat* kostnaden kan bli för en given tidshorisont. Relativ Cost-at-Risk förkortas RCaR.

3.3.2 En analytisk approximation för relativ CaR¹³

Riksgäldskontoret har utvecklat en enkel modell för att ta fram en ungefärlig RCaR-siffra för den svenska statsskulden. Metoden bygger inte på simulering utan på analytiska beräkningar.¹⁴ Det är viktigt att komma ihåg att både CaR och RCaR alltid är

13) Exakt hur måttet beräknas beskrivs i en särskild rapport. Här lämnas bara en översiktlig beskrivning.

14) Simulerade CaR-siffror har använts t.ex. av Danmarks Nationalbank. Även de risktal som beräknats i Riksgäldskontorets simuleringsmodell, som använts i tidigare riktlinjeanalyser, bygger på denna metod.

ungefärliga mått, eftersom de bygger på statistiska samband och normalfördelningsantaganden, som inte självklart är giltiga. I praktiken har finansiella variabler ofta fördelningar där extremvärden är överrepresenterade. Dessutom är CaR-mått beroende av vilka antaganden man lägger in om volatilitet och korrelation mellan t.ex. räntor och valutakurser. Sådana samband baseras ofta på historiska data som inte alltid är goda indikatorer på hur framtiden kommer att gestalta sig.

Den analytiska RCaR-siffran visar hur mycket högre än förväntat räntekostnaderna kan bli på ett års sikt. Den förväntade räntekostnaden baseras på ett läge där räntor och valutakurser är oförändrade, och inflationstakten är två procent enligt Riksbankens mål.

Beräkningen av RCaR baseras på att tre riskfaktorer påverkar kostnaden för statsskulden: räntenivån (alla skuldslag), valutakursen (valutaskulden) och inflationen (realskulden).

Om *räntan* stiger under ett år, ökar skuldens snittränta med ränteuppgången multiplicerat med den andel av skulden som ränteomsätts. Ränteomsättning antas i denna enkla modell vara lika med det som förfaller. Svenska och utländska räntor antas vara perfekt korrelerade, medan reala räntor antas variera hälften så mycket som nominella.

Om *kronan* försvagas under ett år, ökar kupongbetalningarna på valutaskulden mätt i svenska kronor. Dessutom realiserar en större (mindre) valutaförlust (valutavinst) på den del av valutaskulden som förfaller.¹⁵

Om *inflationen* blir högre än förväntat under året, ökar kupongutbetalningarna på den reala skulden. Dessutom realiserar mer inflationskompensation på den del av realskulden som förfaller.

Med utgångspunkt i hur mycket som förfaller det närmaste året, andelarna real- och valutaskuld, samt skuldens snittkupong, kan man beräkna hur mycket kostnaderna ökar för en enhets ökning i varje riskfaktor. Med hjälp av historiska, marknadsbaserade¹⁶ eller antagna samband mellan faktorerna kan man därefter beräkna konfidensintervall för kostnadsuppgångar. Med andra ord kan vi på detta enkla sätt ta fram en *analytisk approximation* för RCaR.

Ovanpå de finansiella variablerna kan man lägga oväntade ökning i det primära lånebehovet. Sådana ökning antas bli finansierade enligt hur skulden är sammansatt från början.

3.3.3 Relativ Cost-at-Risk med olika antaganden

Tabellen nedan visar 95 procents RCaR på ett års sikt för den nuvarande skuldportföljen, med olika antaganden för risker och samvariation mellan ränta, valuta och inflation. Dessutom visas hur en (oväntad) försämring av primärsaldot påverkar RCaR.

Relativ Cost-at-Risk på ett års sikt med 95 procents konfidens

	Primärsaldo	
	Som väntat	20 mdkr sämre
<i>Historiska perioder:</i>		
1994-2002	16,3	17,9
1994-1997	19,4	21,3
1997-2002	12,6	13,9
<i>Marknadsimplicit (Sept. -03)</i>	16,8	18,3

Om perioden 1994–2002 antas vara representativ för den närmaste framtiden är det fem procents risk att kostnaderna blir drygt 16 miljarder kronor *eller mer* högre än beräknat. Om prognosen för räntor på statsskulden t.ex. är 50 miljarder kronor, är det fem procents risk att räntebetalningarna i stället blir 66 miljarder *eller högre*. Eftersom första halvan av perioden var mer turbulent än den andra skulle motsvarande siffra baserat på perioden 1994–1997 bli närmare 70 miljarder kronor, om den förväntade kostnaden är 50 miljarder.

Den marknadsbaserade siffran utgår från marknadens förväntan om framtida kursrörelser (mätt via optionspriser) och korrelationen för det senaste året. RCaR-siffran blir i stort sett samma som baserat på perioden 1994–2002.

Om primärsaldot blir 20 miljarder kronor sämre än förväntat, ökar RCaR med mellan 1,1 och 1,9 miljarder kronor på ett års sikt. Om en ökning i primärlånebehovet kommer samtidigt som räntor, valutakurs och inflation utvecklas ogynnsamt är det fem procents risk att kostnaderna för skulden blir 18 miljarder *eller mer* högre än prognostiserat. Notera att beräkningarna inte bygger på någon analys av sannolikheten för att det primära lånebehovet ska öka.

3.3.4 Relativ Cost-at-Risk i relation till budgetsaldot

Är en relativ Cost-at-Risk på 20 miljarder kronor mycket eller lite? Ytterst är det en fråga för regering och riksdag att ta ställning till, baserat på hur mycket risk man är beredd att ta i statskuldsförvaltningen. Man kan belysa risken genom att relatera siffran till BNP och budgetrestriktioner.

Tjugo miljarder kronor motsvarar en knapp procent av dagens BNP. Enligt EU:s regler får underskottet i det offentliga finansiella sparandet inte överstiga 3 procent av BNP. Konjunkturinstitutets prognos från juni 2003 för det finansiella sparandet 2004 är ett överskott på 1,1 procent av BNP. Baserat på den enkla RCaR-beräkningen (och utan hänsyn till andra osäkerhetsfaktorer) är det alltså närmare fem procents sannolikhet att överskottet i stället blir nära noll (eller sämre) på grund av att räntor stiger och valutakursen försvagas.

15) Med kostnad menar vi här ekonomiska kostnader. En skillnad mot kassamässiga kostnader är att man anser valutakursförluster realiserade när lånen förfaller, oavsett om man betalar tillbaka lånet eller inte. Om synsättet i stället vore kassabaserat skulle vi se på andelen som amorteras snarare än andelen som förfaller.

16) Här har optionspriser använts för att utläsa marknadsaktörernas riskbedömningar om räntor och växelkurs. Inflationsrisken bygger fortfarande på historiska data.

3.3.5 Relativ Cost-at-Risk varierar med skuldens sammansättning

Relativ Cost-at-Risk styrs som konstaterats ovan av ett antal riskfaktorer. Om dessa varierar ändras också RCaR-måttet. RCaR ökar till exempel med andelen årliga förfall. Kortare löptid leder därför i regel till högre CaR.

RCaR ökar också med andelen valutaskuld. Det beror på att en större del av skulden då utsätts för variationer i kronkursen, utöver variationen i räntan.

Genom att öka löptiden och minska andelen valutaskuld kan RCaR därmed minskas. I tabellen framgår RCaR för den nuvarande och tre alternativa skuldportföljer.

Relative Cost-at-Risk för olika skuldportföljer¹

	Förfalloprofil		
	10 %	14 %	25 %
Valutaandel:			
10 %			10,2
30 %	8,0	10,4	16,3

¹ Baserat på perioden 1994-2002

Att minska andelen årliga förfall från 25 procent till 14 procent leder till att RCaR minskar med en tredjedel. Samma effekt har det att minska valutaandelen till 10 procent, med bibehållen förfalloprofil. Tabellen visar också att om förfalloprofilen sätts så snävt som 10 procent per år, och valutaskulden behålls på dagens nivå, minskar RCaR till 8 miljarder kronor.

I upplåningstermer innebär de snävare förfalloprofilerna en större andel lång upplåning. Förfalloprofilen på 14 procent i exemplet kan till exempel uppnås genom att Riksgäldskontoret upphör med emissioner i statskuldväxlar, men behåller nuvarande fördelning mellan två-, fem och tioåriga obligationer. Tio procents årliga förfall kräver att all upplåning sker i tioåriga obligationer.

Eftersom avkastningskurvan antas ha positiv lutning leder längre upplåning till högre förväntade kostnader. Durationen blir också längre. Tabellen visar effekter på duration och årlig förväntad kostnad, jämfört med den nuvarande portföljen.

Durations- och kostnadseffekter av att ändra förfalloprofilen¹

	Förfalloprofil		
	10 %	14 %	25 %
Durationsökning (år)	1,1	0,4	0
Kostnadsökning (mdkr/år)	3,2	1,0	0

¹ Beräkningen baseras på skuldportföljer med stabila förfalloprofiler och en linjär avkastningskurva med en procentenhets skillnad mellan ett och tio års löptid.

Att minska förfalloprofilen från 25 till 14 procent (öka duration med 0,4 år) ökar alltså de årliga räntebetalningarna med

omkring en miljard. Samtidigt minskar RCaR med sex miljarder kronor. Den årliga försäkringspremien mot oväntade kostnadsuppgångar är alltså relativt låg. Men man måste komma ihåg att RCaR-måttet beskriver vad som händer i ett ogynnsamt läge, som statistiskt sett (baserat på data från perioden 1994–2002) inträffar ett år av tjugo.

För att kunna ställa kostnad i relation till risk måste man därför summera kostnaderna över hela tjugoårsperioden. Då blir bilden att en förlängning av durationen med 0,4 år leder till att kostnaderna ökar med totalt 20 miljarder kronor. När riskscenariot inträffar ökar kostnaderna med i storleksordningen 6 miljarder mindre än med den kortare löptiden.

I analysen ovan har andelen real skuld hållits oförändrad. Det gäller dock att RCaR minskar med ökad realandel. En förklaring är att realskulden antas förfalla i långsammare takt. Det gör att inflationsvariationer i första hand slår på kupongbetalningar. Dessutom har reala räntor och inflation varierat mindre än nominella räntor och växelkurser under de perioder som RCaR-beräkningen baseras på. Till detta kommer att det totala bruttolånebehovet är lägre med en större realandel eftersom de årliga förfallen är mindre ju större andel som är finansierad av (långa) realobligationer. Därigenom minskar även genomslaget av t.ex. en uppgång i nominella räntor.

Detta betyder inte självklart att man bör öka realandelen. Det RCaR-mått som presenterats här är stiliserat och ger bara en uppfattning om hur mycket kostnaderna kan öka på ett års sikt. Dessutom är måttet helt nominellt och tar inte hänsyn till hur kostnaderna samvarierar med statens intäkter. Beslut om skuldens sammansättning bör baseras på analyser av skuldens egenskaper i ett större sammanhang och på längre sikt.

3.3.6 Sammanfattning

Stiliserade beräkningar visar att relativ Cost-at-Risk för statskulden med nuvarande storlek och sammansättning på ett års sikt är närmare 20 miljarder kronor. Varje miljard i oväntad försämring av primärsaldot ger knappt 100 miljoner kronor i kostnadsökning på ett års sikt.

Ökade räntekostnader med 20 miljarder ett enskilt år motsvarar närmare 1 procent av BNP, vilket uppenbart är en kraftig försämring. Det är sannolikt att även andra komponenter i statsbudgeten skulle påverkas negativt i de lägen där räntekostnaderna stiger så kraftigt, något som de här redovisade beräkningarna inte beaktar. Samtidigt gäller att de svenska offentliga finanserna är starka i utgångsläget. Även efter en försämring med motsvarande 1 procent av BNP i statens finansiella sparande skulle avståndet till den i EU-sammanhang kritiska gränsen -3 procent för den offentliga sektorns finansiella sparande vara betydande. Vidare ska det noteras att sannolikheten för en försämring i denna storleksordning är så låg som 5 procent.

Analysen i detta avsnitt ger kvantitativa indikationer på den nuvarande finansiella risknivån i statsskulden. Det är viktigt att hålla i minnet att CaR-mått bygger på förenklade statistiska samband och är beroende av vilka antaganden man gör om

risker och samvariation mellan räntor, valutakurser och inflation. De redovisade beräkningarna ska således inte uppfattas som ett facit för vilka riskegenskaper som kännetecknar den svenska statsskulden.

CaR påverkas av alla källor till risk, men i syfte att fokusera diskussionen förs de följande resonemangen i termer av valet av löptid.¹⁷ I det fallet gäller att ju större osäkerhet om statsfinanserna, desto längre löptid bör skulden ha (allt annat lika). Samtidigt måste beslutsfattarna beakta hur mycket det kostar att sänka risknivån i skulden. Ju lägre långa räntor och ju flackare avkastningskurva, desto längre bör skulden vara (allt annat lika).

Det betyder konkret att även om 2,7 år antas ha varit rätt löptid fram till nu, kan nya omständigheter komma till – eller förväntas komma till – som gör att det finns skäl att ändra riktvärdet. Frågan i de följande avsnitten är huruvida det finns övervägande skäl för en sådan ändring.

3.4 Statsfinansiella och allmän-ekonomiska faktorer

Enligt medelsiktiga bedömningar kommer staten att under de närmaste åren ha årligt lånebehov motsvarande omkring 1 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel. En sådan utveckling är förenlig med att skuldkvoten – statsskulden som andel av BNP – fortsätter att sjunka. Det gäller även vid låg real tillväxt, eftersom det är rimligt att relatera skulden till nominell BNP, som även påverkas av inflationstakten.¹⁸ I huvudscenariot minskar således de statsfinansiella risker som härrör direkt från statsskulden.

Den avgörande frågan är emellertid om riskerna för en utveckling som markant avviker från huvudscenariot kan anses ha ändrats. Här går det att peka på stor osäkerhet om de globala tillväxtutsikterna, bl.a. hänförlig till fortsatta efterverkningar från tillgångsprisbubblor och hög privat skuldsättning i flera länder. Det finns farhågor för en period med svag tillväxt och t.o.m. deflation samtidigt i flera viktiga ekonomier, även om dessa har mildrats under de senaste månaderna. Besannas dessa farhågor, skulle tillväxt och sysselsättning gå ner även i andra länder, däribland Sverige, med ytterligare fall i global efterfrågan som följd. I ett sådant utdraget recessionsförlopp kommer de svenska statsfinanserna att försvagas.

En sådan utveckling är i sig inte ett skäl att förlänga den nominella skuldens löptid. Korträntorna kommer att vara låga, eftersom centralbankerna sätter låga styrräntor för att hålla uppe efterfrågan. Om de långa räntorna faller mer än vad som motsvarar en rimlig framtida bana för de korta räntorna under de kommande åren finns det dock anledning att öka andelen lång upplåning. Det kan t.ex. bli fallet om aktörerna kraftigt överskattar hur länge centralbankerna kommer att hålla väldigt låga styrräntor. Att förlänga

skuldens löptid på basis av en sådan bedömning vore analogt med beslutet i december 2000 att öka dollarandelen i valutaskulden. I båda fallen handlar det om att söka utnyttja ett slags felprissättning, orsakad av att marknadsaktörerna antas göra en missbedömning av framtiden. En sådan situation bör, på samma sätt som dollarpositionen, i första hand hanteras av Riksgäldskontoret inom ramen för de riktlinjer regeringen anger; se vidare avsnitt 3.5 nedan.

Farhågor för en långvarig global recession kan ändå tänkas motivera en höjning av riktvärdet för statsskuldens löptid i regeringens riktlinjer. Om nedgången blir så lång och djup att statsfinanserna urholkas och lånebehovet stiger kraftigt, kan det uppstå oro för statens långsiktiga betalningsförmåga. I så fall skulle särskilt långgräntorna stiga till följd av ett kreditriskpåslag. Det vore ett förlopp som liknar vad som hände under första hälften av 1990-talet. En viktig skillnad är dock att krisen då delvis var betingad av oro för hög inflation. I det nu hotande scenariot är tvärtom låg inflation, kanske t.o.m. deflation, det stora problemet. Det minskar risken för en långgränteuppgång.

Att gå in i en låginflationsperiod med en stor andel långa nominella obligationer är dessutom kostsamt, mätt i reala termer, och olämpligt sett i relation till statens i ett sådant läge krympande resurser. Om staten ska minska de årliga refinansieringsbehoven är det därför sannolikt mer ändamålsenligt att i stället ge ut större andel långa realobligationer. Via realobligationer ger låg inflation lägre räntebetalningar för staten.

Deflationsscenariot är inte den enda möjliga avvikelser från ett stabilt huvudscenario. I den mån oro för deflation gör att den ekonomiska politiken underskattar kraften i en kommande återhämtning finns risken att expansionen blir för snabb och går över i inflation och/eller måste mötas med drastiska korträntehöjningar från centralbankernas sida. I detta fall är det fördelaktigt att ha gett långa nominella obligationer, eftersom staten slipper låna så mycket till kort ränta och slipper betala inflationsuppräknning på reala lån. Ett omvänt scenario ger alltså omvända slutsatser för hur skulden bör hanteras.

Riksgäldskontoret bedömer att sannolikheten för en utveckling som är sämre än huvudscenariot är större än för ett inflationistiskt förlopp. Sammantaget ger dock riskerna för en global recession inte i sig tillräckliga skäl att föreslå regeringen att höja riktvärdet för den nominella skuldens löptid. Vi återkommer till en samlad bedömning, där samtliga faktorer vägs samman, i slutet på avsnittet.

3.5 Avkastningskurvans egenskaper

Avkastningskurvans läge och lutning är avgörande för huruvida det är ändamålsenligt att ändra statsskuldens löptid. Om skulden exempelvis förlängs när avkastningskurvan – och därmed

17) Det kan tolkas som att vi antar att de risker som härrör från valutaskulden är konstanta. Dock bör noteras att en lägre valutaandel i sig bör öka utrymmet att ta risk genom att ha en relativt kort löptid (allt annat lika).

18) Med en stor andel real skuld och valutaskuld är det inte lika självklart att hög nominell tillväxt räcker för att reducera skuldkvoten. Realskulden stiger i takt med inflationen. Även valutaskuldens värde kan stiga om inflationen i Sverige är högre än i omvärlden, eftersom det leder till att kronans växelkurs försvagas.

de långa räntorna – ligger på en tillfälligt låg nivå, kan staten binda en större del av skulden till långsiktigt förmånliga räntor. En förlängning kan också vara motiverad av riskhänsyn om avkastningskurvan är osedvanligt flack och risknivån därigenom kan sänkas till lägre kostnad än normalt.

En förlängning av löptiden minskar entydigt refinansieringsriskerna. Om korta räntor är lägre än långa har förlängningen en kostnad i form av skillnaden mellan den långa räntan och den korta räntan. Det senare är vad staten hade fått betala om den valt att inte öka andelen lång upplåning. Om den skillnaden är stor och det visar sig att räntorna ligger kvar på låg nivå eller t.o.m. faller ytterligare, kan den tänkta besparingen av att låna långt förbytas i en merkostnad, även om lutningen på avkastningskurvan så småningom återgår till ett mer normalt läge.

En förlängning av löptiden som grundas på att de långa räntorna är onormalt låga bygger på att marknadspriserna anses ligga fel. I flertalet fall är det i sådana lägen mer ändamålsenligt att använda Riksgäldskontorets mandat att avvika från riktvärdet för skuldens löptid än att göra ändringar i regeringens årliga riktlinjebeslut. Det senare är en alltför trög process för att tillvarata möjligheter som ibland kan bestå under långa perioder men lika gärna kan försvinna snabbt.

Paralleller kan dras till Riksgäldskontorets dollar/euro-position. Den liknar de positioner som Riksgäldskontoret tar inom ramen för den aktiva förvaltningen av valutaskulden, men eftersom positionen var stor och Riksgäldskontoret ville ha möjlighet att vänta ut en korrigerande av växelkursen gjordes en temporär justering av det riktmärke för valutaskulden som styrelsen beslutar. På motsvarande sätt vore det logiskt att Riksgäldskontoret, genom styrelsebeslut, ändrar durationen om starka skäl talar för att en felprissättning föreligger i räntemarknaden. En sådan ränteposition bör, i likhet med dollarpositionen, utvärderas i marknadsvärdestemer.

Riksgäldskontoret har redan möjlighet att agera på detta sätt i och med att regeringens riktlinjer ger ett intervall om $\pm 0,3$ år kring riktvärdet för durationen. Löptidsintervallet måste uppfattas som att regeringen har delegerat ett riskmandat till Riksgäldskontoret. Inom den ramen ankommer det på Riksgäldskontoret att uppnå lägsta möjliga kostnad med beaktande av risk.

Mer komplicerade överväganden uppstår om analysen pekar på att löptiden bör förlängas i syfte att sänka risknivån trots att detta kan leda till något högre kostnader. En sådan åtgärd ingår principiellt i Riksgäldskontorets uppdrag, som ju är härlett från det överordnade målet om kostnadsminimering med beaktande av risk. Men en ändrad riskbedömning är ofta

av annan karaktär än ett läge där omfördelning av skulden bedöms ge lägre kostnader. Det sistnämnda kan vara en tillfällig avvikelse där ett snabbt beslut är en förutsättning för framgång. En ändrad syn på vad som är lämplig risknivå i statsskulden förutsätter normalt mer varaktiga förändringar i t.ex. de statsfinansiella utsikterna. Det finns därmed i allmänhet inte samma behov av att agera snabbt. Vidare är det lämpligt att mer väsentliga riskavvägningar görs av regeringen. Beslut inom ramen för riktlinjeprocessen kan därför vara ändamålsenligt.

Sammantaget är Riksgäldskontorets bedömning att de gällande riktlinjerna är väl avvägda. Riksgäldskontoret bör ha kvar sitt uppdrag att fortlöpande bedöma möjligheterna att sänka statens lånekostnader (med beaktande av risk) genom att ändra riktvärdet för skuldens löptid inom intervallet $\pm 0,3$ år.

Genom att Riksgäldskontoret i praktiken lägger fast separata riktvärden för den nominella kronskulden och för valutaskulden finns här en betydande flexibilitet. Särskilt om en eventuell felprissättning av långa obligationer inte är begränsad till den inhemska marknaden, kan en position snabbt och enkelt skapas med hjälp av derivatinstrument som förlänger löptiden i valutaskulden. En sådan position kan också avvecklas smidigt utan återverkningar på marknadsräntorna. Även här finns det paralleller till hanteringen av dollar/europositionen. Den skapades med hjälp av derivatinstrument på en marknad där Riksgäldskontoret är en liten aktör.

3.6 Summering – vad göra med statsskuldens löptid?

I detta avsnitt har Riksgäldskontoret diskuterat valet av löptid ur ett antal olika aspekter. Grundfrågan är hur man ska se på avvägningen mellan förväntad kostnad och risk. Det är en komplex avvägning, särskilt som perioder då en kort skuld, med låg förväntad kostnad, ger upphov till problem är sällsynta. Som underlag för övervägandena redovisar vi ett nytt mått på risken i statsskulden, Cost-at-Risk (CaR). Enligt Riksgäldskontoret bedömning ger CaR-beräkningarna underlag för att uppfatta riskerna i den nuvarande skulden som relativt väl avvägda. Inte heller den kvalitativa analysen av de aktuella statsfinansiella utsikterna leder till slutsatsen att löptidsriktlinjerna bör ändras.

Riksgäldskontorets uppdrag att fortlöpande bedöma om ränteläget och ränteutsikterna är sådana att den genomsnittliga löptiden ska ändras bör kvarstå. Eventuella beslut att välja en annan löptid bör hanteras som en position och värderas i marknadsvärdestemer.

4. Förslag till riktlinjer

4.1 Inledning

Regeringen lägger i riktlinjebeslutet fast övergripande ramar för statsskuldsvärdet. Huvudpunkterna i tidigare riktlinjebeslut är att regeringen anger riktvärden och ramar för hanteringen av amorteringen av valutaskulden och för realupplåningen. Det resterande bruttolånebehovet måste därmed täckas med nominell kronupplåning. Regeringen lägger också 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 förslag i huvudsak samma uppläggning som tidigare. Ett undantag är att vi föreslår att restriktionen på förfalloprofilen ska tas bort.

Tidsperspektivet i riktlinjerna är tre år. Riksgäldskontoret redovisar således både förslag för 2004 och preliminära riktlinjer för 2005 och 2006.

4.2 Valutaskuld

Riksgäldskontorets förslag: Ambitionen att minska andelen valutaskuld i statsskulden bör kvarstå. Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2004 föreslås vara 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör få avvika från riktvärdet med ± 15 miljarder kronor. Inriktningen för amorteringen av valutaskulden 2005 och 2006 bör vara 25 miljarder kronor per år.

4.2.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i november 2002 att riktvärdet för Riksgäldskontorets amortering av valutaskulden under 2003 ska vara 25 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. Beträffande amorteringstakten under 2004 och 2005 angav regeringen att den medelsiktiga inriktningen är 25 miljarder kronor per år.

4.2.2 Överväganden och förslag avseende 2005 och 2006

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 kronskuld utan att ha några kostnadsmissiga fördelar. I de följande riktlinjebesluten har regeringen anslutit sig till kontorets slutsats.

Riktlinjerna för amorteringstakten bör grundas på långsiktiga och strukturella överväganden, ytterst på en bedömning av vad som utgör en ändamålsenlig sammansättning av statsskulden. Riksgäldskontoret anser att det alltför viktigt är väsentligt att minska riskerna i statsskulden genom att amortera på valutaskulden. I fjolårets riktlinjebeslut angav regeringen på grundval av en sådan analys att inriktningen för amorteringstakten 2004 och 2005 bör vara 25 miljarder. Enligt Riksgäldskontorets mening har det inte tillkommit någonting som gör att takten bör ändras. Kontoret gör av samma skäl bedömningen att amorteringstakten för 2006 bör vara 25 miljarder kronor.

Givet nuvarande bedömningar om statens lånebehov under perioden 2004–2006 (och att kronans värde är stabilt) skulle denna amorteringstakt minska valutaandelen från 28 procent till i storleksordningen 21 procent vid utgången av 2006. Riksgäldskontoret har i tidigare riktlinjeförslag konstaterat att valutaandelen ligger så högt att mer detaljerade analyser av vad som framstår som långsiktigt rimligt kan anstå. Även det förhållandet att övergång till euro skulle ha minskat valutaandelen drastiskt har bidragit till att Riksgäldskontoret skjutit frågan om den långsiktiga valutaandelen på framtiden. Med hänsyn till utgången av folkomröstningen och att det finns förutsättningar för en markerad minskning i valutaandelen under de närmaste åren avser Riksgäldskontoret emellertid att i nästa års riktlinjeförslag redovisa en mer ingående analys av hanteringen av valutaskulden på medellång sikt.

Mot denna bakgrund föreslår Riksgäldskontoret att inriktningen för amorteringen av valutaskulden 2005 och 2006 bör vara 25 miljarder kronor per år. Detta är samma medelsiktiga inriktning som regeringen angav i fjolårets riktlinjebeslut.

4.2.3 Överväganden och förslag avseende 2004

Den primära utgångspunkten för amorteringstakten under 2004 är det indikativa beslut som regeringen fattade förra året, dvs. 25 miljarder kronor. Den siffran är, som framhålls ovan, ett uttryck för en strävan att långsiktigt reducera valutaandelen. Hänsyn till 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. Till bilden hör också att

Riksgäldskontoret under 2003 amorterar i takt med det gällande riktvärdet, dvs. vi har inte uppfattat kronan som felvärderad. Övervägande skäl talar därför för att riktvärdet för amorteringen under 2004 bör vara densamma som den medelsiktiga inriktning regeringen angivit, 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.

Mot denna bakgrund föreslår Riksgäldskontoret att riktvärdet för amorteringen av valutaskulden 2004 sätts till 25 miljarder kronor, i överensstämmelse med regeringens preliminära riktlinjer i fjolårets beslut. Riksgäldskontoret bör, liksom under innevarande år, få avvika från detta riktvärde med ± 15 miljarder kronor.

4.3 Realskuld

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.

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

Grunden för de gällande riktlinjerna är slutsatsen att realupplåning bidrar till att minska risken i statsskulden. 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 bör realupplåning på lång sikt även vara billigare än nominell upplåning i genomsnitt. Skillnaden mellan nominella och reala räntor, den s.k. break even-inflationen, har dock 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 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. Inflationens osäkerheten, och därmed riskpremien, varierar dock över tiden.

Under det gångna året har break even-inflationen legat relativt nära 2 procent, men variationer förekommer. Det gör att Riksgäldskontoret även framöver bör ha utrymme att justera emissionsvolymerna i förhållande till efterfrågeläget, bl.a. genom att ta hänsyn till break even-inflationen. Detta förutsätter att Riksgäldskontoret, som tidigare, ges möjlighet att bedöma marknadsläget och inte tvingas emittera realobligationer i lägen när de framstår som orimligt dyra.

Mot denna bakgrund 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 övrigt ska täckas med nominella lån i kronor.

4.4.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i fjol 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 statsskuldförvaltningen 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. Genom att Riksgäldskontoret regelmässigt håller auktioner av både obligationer och statsskuldväxlar är det enkelt att i denna marknad hantera ändringar i upplåningen via andra instrument eller i nettolånebehovet. Kronmarknaden fungerar därmed som en buffert vid svängningar i lånebehovet eller om planerna för de båda övriga skuldslagen skulle ändras.

4.5 Löptid

Riksgäldskontorets förslag: Riktvärdet för den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden föreslås vara oförändrad på 2,7 år. Riksgäldskontoret bör få besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt $\pm 0,3$ år från riktvärdet. Realupplåning ska ske i papper med 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 2003. Inriktningen för 2004 och 2005 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 ska därför ha minst fem års löptid.

4.5.2 Överväganden och förslag

Nominella kron- och valutaskuld

Slutsatsen i tidigare riktlinjeförslag är att staten kan uppnå lägre upplåningskostnader genom att i nominell kron- och valutaskuld låna på förhållandevis korta löptider, utan att för den delen öka risken 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.

I avsnitt 3 ovan granskar Riksgäldskontoret på nytt frågan om skuldens löptid ur ett antal olika perspektiv. Huvudslutsatsen (se avsnitt 3.6) är att det inte tillkommit några omständigheter som föranleder ändring i riktvärdet för durationen i den nominella kron- och valutaskulden inför 2004. Den nuvarande löptiden framstår alltså som väl avvägd med hänsyn till risken, även om beredskap att på sikt ändra löptiden bör finnas. Riksgäldskontoret föreslår därför att riktvärdet hålls oförändrat på 2,7 år.

Inte heller har det framkommit några motiv för en ändring av det intervall på $\pm 0,3$ år kring riktvärdet som regeringen sedan tidigare har lagt fast. Riksgäldskontoret föreslår därför att även durationsintervallet lämnas oförändrad.

Riksgäldskontoret föreslår att inriktningen ska vara att löptiden i den nominella kron- och valutaskulden hålls oförändrad på 2,7 år även under 2005 och 2006.

Realskuld

De gällande riktlinjerna för löptiden i realskulden säger att realupplåningen ska ha lång löptid. I riktlinjebeslut inför 2002 angav regeringen att realupplåning ska ske på långa löptider och att detta ska tolkas som minst fem år. Fem år är en relativt kort löptid på en realobligation, men det har visat sig att kost-

nadsskillnaden mellan korta och långa realobligationer i allmänhet är liten. De gällande riktlinjerna ger Riksgäldskontoret möjlighet att anpassa emissionerna till marknadens efterfrågan på ett ändamålsenligt sätt.

Riksgäldskontoret finner därför ingen anledning att ändra tolkningen av vad som menas med "lång löptid" och föreslår följaktligen att riktlinjerna avseende realobligationers löptid lämnas oförändrade.

4.6 Förfalloprofil

Riksgäldskontorets förslag: Förfalloprofilsrestriktionen tas bort. En ny indikator på risk införs – det statistiska riskmåttet Cost-at-Risk. Ingen specifik restriktion kopplas till Cost-at-Risk. I stället används Cost-at-Risk som indikator och uppföljningsinstrument genom att utvecklingen av Cost-at-Risk rapporteras i efterhand.

4.6.1 Gällande riktlinjer

Riktlinjerna instruerar Riksgäldskontoret att 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

Riksgäldskontoret har sedan systemet med riktlinjer infördes 1999 haft en begränsning på hur stor del av skulden som får förfalla inom ett år, den s.k. förfalloprofilsrestriktionen (nedan används förkortningen FPR). Inriktningen har hela tiden varit att de årliga förfallen ska begränsas till 25 procent av skulden. Syftet med FPR har varit att komplettera durationsmålet genom att:

- garantera att skulden fördelas jämnt över olika löptider och förhindra att durationsmålet uppnås genom t.ex. en stor andel mycket kort upplåning och en liten andel mycket lång upplåning;
- begränsa hur mycket kostnaderna kan öka under ett år till följd av stigande räntor.

Riksgäldskontoret har i år och under 2002 begrundat förfalloprofilens funktion som styrinstrument. Fjolårets arbete sammanfattades i en särskild rapport, "Duration, förfalloprofil och risken för ökade kostnader för statsskulden", som lämnades till regeringen i samband med riktlinjeförslaget för 2003.

En viktig observation i rapporten var att Riksgäldskontorets hantering av ränteomsättningsrisk och fördelning av skulden på olika löptider inte i första hand styrs av FPR, utan av marknadsvårdsmål och principer för en ansvarsfull skuldförvaltning. Slutsatsen var att förfalloprofilen visserligen kunde behållas,

men att det inte fanns skäl att göra den mer precis (t.ex. för fördelningen av förfall inom året).

Riksgäldskontoret har fortsatt analysen av förfalloprofilens egenskaper och hur den ska kunna ersättas av mer ändamålsenliga mått och styrmedel. Riksgäldskontoret finner att det finns flera skäl att avskaffa FPR:

1. FPR behövs inte för att garantera en jämn fördelning av skulden på olika löptider. Det är en naturlig del i genomtänkt skuldförvaltning att försöka begränsa riskerna genom att se till att ungefär samma, och inte alltför stor, andel av skulden förfaller/ränteomsätts varje år.
2. Marknadsvårds- och rena kostnadsminimeringsskäl förhindrar i sig en skev fördelning av volymer på olika löptider. Riksgäldskontoret skulle sannolikt få högre kostnader för upplåningen om vi koncentrerar upplåningen för mycket, eftersom investerarna är medvetna om de risker som då kan uppstå.
3. Det nuvarande riktvärdet på 25 procent har satts med utgångspunkt i den förfalloprofil som skulden hade när beslutet första gången fattades. Analysen från förra året visade att duration och FPR inte kan sättas oberoende av varandra. En andel på 25 procent är i snävaste laget givet det nuvarande durationsmålet. FPR kan därför leda till transaktionskostnader som inte är motiverade av riskhänsyn.

FPR begränsar visserligen hur mycket skuldens kostnader kan öka till följd av en ränteförändring, eftersom den begränsar hur stor andel av skulden som kan få ny ränta under ett givet år. Men som riskmått har FPR två brister:

1. FPR begränsar i första hand effekten av ränterörelser. Men kostnaden för statsskulden kan också stiga till följd av svagare kronkurs (via valutaskulden) eller oväntat hög inflation (via realskulden).¹⁹
2. FPR sätter en gräns för hur mycket kostnaden kan öka för en viss ränteuppgång, men säger ingenting om hur *sannolik* denna ränteuppgång är.

Riksgäldskontoret föreslår därför att FPR avskaffas. I stället bör Cost-at-Risk, som beskrivs i avsnitt 3 ovan, införas som ett instrument i statsskuldsvärdningen. Riksgäldskontoret anser att Cost-at-Risk fungerar bättre som *indikator* än som restriktion. CaR är ett statistiskt mått som bygger på vissa antaganden, i första hand normalfördelade variabler, som inte självklart är giltiga. Den analytiska approximation som används i avsnitt 3 tillför dessutom stiliserade antaganden om hur skuldens sammansättning slår igenom i risk för kostnadsökningar. Slutligen måste man förse modellen med antaganden om risker och samvariation mellan räntor, valutakurser och inflation för ett år framåt i tiden.

CaR-måttet är därmed förknippat med så stor osäkerhet att det är olämpligt att sätta en explicit siffra på hur hög den får bli. Det är ändå en värdefull indikator och en användbar utgångspunkt för en målinriktad dialog kring de avvägningar mellan kostnad och risk som måste vägleda statsskuldsvärdningen.

19) Se avsnitt 3.3 sid 10.

Bilaga: Valutaväxlingar – en uppföljningsrapport

1 Inledning

Riksgäldskontoret har behov av att växla mellan kronor och utländsk valuta i samband med amorteringar av valutalån, räntebetalningar och betalningar av säkerheter för bl.a. swapp-avtal. Tidigare gjordes alla dessa växlingar med Riksbanken. Till följd av en ändring i förordningen (1996:311) med instruktion för Riksgäldskontoret, som trädde i kraft den 1 juli 2002, får Riksgäldskontoret växla kronor mot utländsk valuta med andra motparter. Riksgäldskontoret valde att från samma datum utnyttja denna möjlighet och vi gör inte längre några växlingar med Riksbanken.

Regeringen angav i riktlinjebeslutet inför 2002 att Riksgäldskontorets hantering av valutaväxlingarna skall präglas av förutsägbarhet och tydlighet, bl.a. genom att växlingarna fördelas relativt jämnt över tiden. Vidare skrev regeringen att Riksgäldskontoret skall fastställa och offentliggöra riktlinjer för den operativa hanteringen av växlingarna.

I regleringsbrevet för 2003 uppdrar regeringen åt Riksgäldskontoret att i årets riktlinjeförslag redovisa de effekter som överföringen av växlingarna har lett till och i vilken utsträckning styrning och utvärdering av valutaväxlingar fungerat som avsett. I denna bilaga redovisar Riksgäldskontoret erfarenheterna av växlingar i egen regi.

2 Den operativa hanteringen

I enlighet med regeringens riktlinjer görs växlingarna i princip jämnt fördelat mellan månaderna under ett kalenderår. I och med att principerna för hanteringen är kända och Riksgäldskontoret offentliggör i vilken takt vi avser att amortera på valutaskulden och hur stora räntebetalningarna i utländsk valuta vi har, vet aktörerna på marknaden den ungefärliga omfattningen av våra månatliga nettotransaktioner i förväg. På så sätt säkerställer Riksgäldskontoret att växlingarna präglas av förutsägbarhet och transparens.

Omfattningen av växlingarna styrs primärt av de betalningar i utländsk valuta som kontoret har i samband med att gamla lån förfaller, nya lån tas upp och räntor på utestående lån betalas. Dessa betalningar sker ofta klumpvis. För att jämna ut nettoväxlingarna köper Riksgäldskontoret utländsk valuta med förskjuten likvid (termin). På så sätt kan tidpunkten för växlingarna anpassas så att nettot blir ungefär lika stort varje månad, samtidigt som betalningarna kan göras vid kontrakterad tidpunkt.

Detta kan åskådliggöras med ett exempel: Om t.ex. en amortering på 1 miljard dollar skall göras den 15 december, kan Riksgäldskontoret köpa dollar på termin med likviddag den 15 december. Sådana terminsaffärer kan genomföras vid ett antal tillfällen. Omfattningen av terminsaffärerna anpassas så att nettoväxlingarna blir ungefär lika stora varje månad. Detta minskar risken att transaktionen ska påverka marknadspri-serna, och därigenom höja Riksgäldskontorets kostnader för växlingarna. Genom att sprida transaktionerna till flera tillfällen minskar Riksgäldskontoret dessutom beroendet av kursen en viss enskild dag, en diversifieringseffekt som också sänker riskerna.

Riksgäldskontoret genomför växlingarna i enlighet med en bana som lagts fast av styrelsen. Denna definieras som den prognostiserade nettoväxlingsvolymen under återstoden av året dividerat med antalet återstående månader. De faktiska växlingarna får, enligt styrelsens beslut, avvika med högst ± 500 miljoner kronor under en månad. Så länge växlingarna stannar inom detta intervall har Riksgäldskontoret inte tagit någon aktiv position och det uppmätta resultatet är därmed definitionsmässigt noll.

Flera faktorer gör att ett intervall behövs. En viss flexibilitet används för att undvika att göra affärsmässigt dåliga transaktioner, t.ex. vid slutet av månaderna, och undvika onödigt höga transaktionskostnader. Flexibiliteten behövs också eftersom växelkursrörelser påverkar värdet av nettoväxlingarna i kronor. Det behövs därför en marginal för att undvika onödigt höga transaktionskostnader. Därtill kommer växlingar i samband med betalningar av säkerheter inom ramen för de avtal Riksgäldskontoret har med motparter i t.ex. swappkontrakt. Eftersom säkerhetsbeloppen påverkas av marknadsvärdet på de utestående kontrakten, vilket i sin tur beror på variationer i räntor och växelkurser är dessa betalningar svåra att förutse. De ingår därför i den prognostiserade nettoväxlingsvolymen med värdet noll.

Regeringens riktlinjer ger Riksgäldskontoret möjlighet att ta aktiva positioner, t.ex. på grundval av växelkursbedömningar, genom att inom fastlagda intervall skjuta på eller tidigarelägga växlingar. Riksgäldskontoret har dock valt att inte utnyttja denna möjlighet. I de riktlinjer som styrelsen lagt fast sägs således att växlingsbeloppet ska ligga inom det intervall som definierar den resultatneutrala banan. Motivet är att Riksgäldskontoret bedömer att sådan kortsiktig taktisk positionering ger små vinst-möjligheter. Dessutom skulle ett sådant agerande minska förutsebarheten i Riksgäldskontorets växlingar. Vår bedömning är att fördelarna med positionstagande i växlingarna inte uppväger

nackdelarna. Riksgäldskontoret bör – på samma sätt som hittills – koncentrera sig på att på grundval av strategiska bedömningar av kronans långsiktiga värde variera takten i amorteringarna.

3 Effekter av omläggningen

I och med att valutaväxlingarna görs av Riksgäldskontoret får beslut om ändrad amorteringstakt omedelbart genomslag i valutaväxlingarnas omfattning. Amorteringstakten kan, inom de ramar som regeringen anger, anpassas för att minska kostnaderna för förvaltningen av statsskulden. Om kronan är svag och förväntas stärkas i framtiden kan det finnas kostnads- mässiga skäl att dra ned amorteringstakten och vice versa. En ändring får emellertid effekter på statens samlade kostnader endast om växlingstakten ändras samtidigt som amorteringstakten. Denna koppling var tidigare osäker och oklar, eftersom Riksbanken växlade ett i förväg angivet belopp varje dag.

Vissa effektivitetsvinster uppnås också i och med att Riksgäldskontoret genomför växlingarna. Även om nettoväxlingarna i princip fördelas jämnt över året finns viss flexibilitet. Det är möjligt att anpassa transaktionerna till t.ex. variationer i likviditeten på marknaden. Genom att utnyttja möjligheten att växla valuta då det finns god likviditet kan Riksgäldskontoret pressa kostnaderna. Marknaden känner i förväg till omfattningen av nettoväxlingarna, och därmed eventuell kurspåverkan, i förväg. Däremot vet Riksgäldskontorets motparter inte vilka affärer kontoret avser att genomföra vid det enskilda transaktionstillfället. Det minskar risken för att motparterna ska ställa oförmånliga priser.

Effektivitetsvinsterna är svåra att kvantifiera. De valuta- transaktioner som Riksgäldskontoret genomfört under det första året sedan den 1 juli 2002 tycks dock, enligt indikativa uppskattningar, i genomsnitt genomförts till mer förmånliga kurser än vad som skulle ha blivit fallet med ett mekaniskt dagligt växlingsschema.

Den nuvarande ordningen har också andra fördelar. Riksgäldskontoret har ett mer komplett ansvar för statsskulds-

förvaltningen, vilket bidrar till helhetssyn på hanteringen av alla led i förvaltningsprocessen. Vidare är gränsdragningen mellan Riksbanken och Riksgäldskontoret tydligare. Eftersom Riksbanken inte längre gör valutaväxlingar för Riksgäldskontorets räkning elimineras riskerna för sammanblandning mellan stats- skuldspolitiken, å ena sidan, och penning- och valutapolitiken å den andra.

De ovan nämnda fördelarna fanns med i den analys som ledde till beslutet att ändra ansvarsfördelningen. Viss oro fanns för att dessa skulle uppvägas av ökad osäkerhet i valutamark- naden, bl.a. för att den närmast totala förutsebarhet som prä- gade Riksbankens agerande försvann. Enligt vår bedömning har dessa farhågor inte besannats. Riksgäldskontorets hantering är inte en fråga som diskuteras i marknaden och några mark- nads effekter till följd av Riksgäldskontorets växlingar har inte rapporterats.

4 Slutsatser

Riksgäldskontoret bedömer att hanteringen av valutaväxlingar- na har fungerat väl och att de av regeringen uppställda kraven på förutsägbarhet och transparens är uppfyllda. Det förekom- mer inte några spekulationer om eventuella marknadseffekter av valutaväxlingarna. Eftersom växlingarna genomförs i jämn takt på ett förutsägbart sätt finns inte något utrymme för sådana spekulationer. Den ökade flexibilitet som det nya systemet ändå- ger har kunnat utnyttjas till att effektivisera hanteringen och göra verksamheten mer professionell, motsvarande hur en annan stor finansiell aktör med betydande valutatransaktioner skulle agera.

Riksgäldskontoret har valt att inte utnyttja växlingarna för aktivt positionstagande, utan flexibiliteten begränsas till vad som krävs för att ge utrymme att undvika direkt ogynnsamma mark- nads lägen, t.ex. en enskild dag. Riksgäldskontoret bedömer att detta är tillräckligt för att nå de fördelar som eftersträvades och att vinstmöjligheterna av aktivt kortsiktigt positionstagande är små.