



Innehåll

Sammanfattning	2
Utgångspunkter för förslaget	4
Konsekvensberäkningar av krisscenarier	6
Statsskuldens sammansättning	9
Statsskuldens löptid	13
Förslag till riktlinjer	17
Bilaga: Statsskuldens kostnader vid extrema chocker	22

Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 2005–2007

Innehåll

	Sammanfattning	2
1	Utgångspunkter för förslaget	4
1.1	Inledning	4
1.2	Hittillsvarande analyser och slutsatser	4
1.3	Prioriteringar i arbetet med årets riktlinjeförslag	5
2	Konsekvensberäkningar av krisscenarier	6
2.1	Internationell finansiell kris	6
2.2	Valutakris	7
2.3	Sammanfattning	8
3	Statsskuldens sammansättning	9
3.1	Valutaskuld	9
3.2	Realskuld	10
3.3	Framtida utveckling av skuldandelarna	11
3.4	Skuldandelar som styrsystem	11
4	Statsskuldens löptid	13
4.1	Ett samlat löptidsmått för hela statsskulden	13
4.2	Utveckling av den totala statsskuldens löptid	14
4.3	Val av löptid	14
5	Förslag till riktlinjer	17
5.1	Valutaskuld	17
5.2	Realskuld	18
5.3	Nominell kronskuld	18
5.4	Löptid	19
	Bilaga:	
	Statsskuldens kostnader vid extrema chocker	22
1	Inledning	22
2	Krisscenarier och skuldportföljer	22
3	Scenariomodell	23
4	Antaganden	23
5	Resultat	26

Sammanfattning

I denna promemoria redovisar Riksgäldskontoret förslag till regeringen om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Utgångspunkten för förslaget är det lagstadgade målet för statsskuldsvärdningen, vilket är att minimera de långsiktiga kostnaderna för statsskulden samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därtill ska förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Huvudpunkterna i förslaget är:

- Andelen valutalån i statsskulden bör långsiktigt minska. Riksgäldskontorets bedömning är att andelen bör vara kring 15 procent. Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2005 föreslås vara 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör få avvika från riktvärdet med ± 15 miljarder kronor. Inriktningen för amorteringstakten för 2006 och 2007 föreslås vara 25 miljarder kronor per år.
- Andelen reallån i statsskulden bör långsiktigt öka. Riksgäldskontorets bedömning är att andelen bör ligga kring 20–25 procent. 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.
- Riktvärdet för löptiden (mätt i duration) i den samlade nominella kron- och valutaskulden föreslås sänkas till 2,5 år. Riksgäldskontoret bör få besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration som avviker maximalt med $\pm 0,3$ år från riktvärdet.

Riksgäldskontoret har i årets riktlinjeförslag haft i uppdrag att särskilt studera valutaskuldens andel. Det har föranlett en förnyad analys av även realskuldens andel och därmed skuldens sammansättning som helhet.

Regeringen har under flera år på förslag från Riksgäldskontoret beslutat att *valutaskulden* löpande ska amorteras. Grunden har varit att valutaskuld är mer riskfylld samtidigt som kostnaden kan antas vara ungefär densamma som för upplåning i svenska kronor. Dessutom är valutaupplåning ett flexibelt instrument. Erfarenheterna visar att om lånebehovet ökar drastiskt kan det vara fördelaktigt att låna i utländsk valuta. Dels minskar det trycket på den inhemska marknaden, dels kan det ge kostnadsfördelar i den mån det stora lånebehovet pressar upp kronräntorna och försvagar kronan. För att staten ska ha utrymme att låna mycket i utländsk valuta vid en kris får dock valutaskulden inte vara alltför stor i utgångsläget.

Men det finns också argument som talar för att ha en viss valutaskuld. Upplåning i flera valutor minskar ränterisken genom att beroendet av ränteläget i Sverige minskar. Skulle svenska räntor stiga kraftigt utan motsvarande förändring i internationella räntor samtidigt som kronkursen är oförändrad bidrar valutaskulden till att begränsa ökningen i de totala räntekostnaderna. Riksgäldskontorets samlade bedömning är att valutaandelen på sikt bör ligga kring 15 procent.

Valutaandelen är för närvarande kring 25 procent. För att fortsätta att reducera andelen bör amorteringarna fortsätta i oförändrad takt. Riktvärdet för amorteringen på valutaskulden föreslås vara 25 miljarder kronor, med möjlighet för Riksgäldskontoret att avvika från riktvärdet med ± 15 miljarder kronor.

Riktlinjerna har under flera år sagt att *realandelen* långsiktigt bör öka. Argumenten är framför allt att den bidrar till en mer diversifierad statsskuld än om skulden bara består av nominella instrument. Detta gör att risken för kraftiga variationer i räntekostnaderna minskar.

Förutom positiva riskegenskaper bör realobligationer på sikt vara något billigare än motsvarande nominella obligationer. Investerare kan antas vara villiga att betala en premie för skydd mot inflationsosäkerhet. Den positiva utvecklingen av realobligationsmarknaden har minskat den likviditetspremie som tidvis har uppvägt inflationsriskpremien. Vi räknar därför med att avkastningskravet på reala lån är lägre än på nominella lån.

Den reala skuldens andel bör därför fortsätta att öka till en långsiktig nivå på kring 20–25 procent, från cirka 15 procent i dagsläget. Realskulden bedöms vid denna nivå vara tillräckligt stor för att marknaden ska vara likvid och för att diversifieringseffekterna ska få genomslag. I kombination med en minskad valutaandel ger det samtidigt utrymme för en stor och likvid nominell obligationsmarknad. Öknings-takten i realskulden bör liksom tidigare vägas mot efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

Riksgäldskontoret har till årets riktlinjeförslag även analyserat *hela statsskuldens löptid*. Riktmärket för durationen i den nominella kron- och valutaskulden har varit oförändrat sedan 2000. Samtidigt har löptiden i hela skulden ökat till följd av att andelen realobligationer har ökat. Den utvecklingen kommer att fortsätta givet att realandelen ökar. I kombination med att valutaandelen minskar leder detta till att risknivån i statsskulden sjunker.

Riksgäldskontorets bedömning är att detta ger utrymme att sänka durationen i den nominella kron- och valutaskulden till 2,5 år. Avsikten är att därigenom sänka den förväntade

kostnaden samtidigt som risknivån hålls på önskad nivå. Med hänsyn till kronskuldens storlek i förhållande till marknaden bör anpassningen av durationen till det nya riktvärdet ske gradvis så att transaktionskostnaderna inte blir onödigt höga.

Enligt gällande riktlinjer för löptiden i realskulden ska upplåningen ske i obligationer med löptid på minst fem år. Riksgäldskontoret föreslår att denna restriktion tas bort. Motivet är att öka möjligheterna att anpassa emissionerna till marknads efterfrågan på ett ändamålsenligt sätt.

Riksgäldskontoret har också undersökt möjligheterna att införa ett *samlat mått för hela statsskuldens löptid*. Det nuvarande riktvärdet för löptiden omfattar bara den nominella delen av skulden. Svårigheterna att styra durationen i den reala skulden och att den reala upplåningen bör anpassas till rådande marknadsförhållanden gör dock att sådant styrsystem vore svårhanterligt. Tekniskt vore det möjligt att genom anpassningar i övriga skuldslag ändå uppnå ett samlat durationsriktmärke. Det är dock inte självklart att de transaktionskostnader som i så fall skulle uppstå är motiverade från risksynpunkt. Styrningen av statsskuldens löptid kräver därför ytterligare analys. Understrykas bör att riktlinjerna även utan ett siffersatt riktmärke, som i årets förslag, kan baseras på kvalitativa resonemang där den reala och nominella skuldens samlade löptid vägs in.

I årets riktlinjeförslag ägnar Riksgäldskontoret särskilt intresse åt hur kostnaderna för statsskulden påverkas av *extrema påfrestningar*, som t.ex. en valutakris. Vi redovisar resultatet av ett antal känslighetsanalyser gjorda inom ramen för en scenariomodell utvecklad just för att studera genomslaget av olika slags kriser.

Riksgäldskontoret konstaterar att bästa sättet att rusta för en krissituation är att reducera statsskuldens storlek. I förvaltningen av statsskulden gäller det att fortlöpande göra avvägningar mellan kostnader och risker med beaktande av både de statsfinansiella utsikterna och aktuella finansiella förhållanden. Scenarioberäkningarna ger vid handen att de svenska statsfinanserna är känsliga för en kraftig ränteuppgång. Å andra sidan framstår det som relativt kostsamt att förlänga skuldens löptid. Även en valutakris har ett betydande genomslag, samtidigt som kostnaderna för att minska risknivån genom att justera valutaandelen sannolikt är ganska låg. Genom att modellen fångar hela skulden ger den möjlighet att illustrera den typen av riskavvägningar som ligger bakom årets riktlinjeförslag, där ökad realandel och minskad valutaandel ger utrymme att sänka löptiden något.

1. Utgångspunkter för förslaget

1.1 Inledning

I denna promemoria redovisar Riksgäldskontoret förslag till övergripande riktlinjer för statsskuldsvärdningen i enlighet med bestämmelserna i instruktionen för Riksgäldskontoret (1996:311). Förslaget utgår från målet i 5 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldsvärdning, som säger att statsskulden ska 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 utgångspunkterna för förslaget. Vi redovisar dels viktiga slutsatser och ställningstaganden i tidigare års riktlinjebeslut, dels de prioriteringar som gjorts i analysarbetet inför årets förslag och hur de reflekteras i årets riktlinjeförslag.

1.2 Hittillsvarande analyser och slutsatser

1.2.1 Kostnads- och riskmått

Eftersom den framtida utvecklingen av såväl räntor och växelkurser som statsfinanserna är okänd fattas regeringens riktlinjebeslut för statsskuldsvärdningen under osäkerhet. 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 kostnad och risk.

Frågan om hur statsskuldens kostnad 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 ger 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 *realt* 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 statsskuldspolitisk synvinkel innebär detta att staten kan reducera risken i statsskuldportföljen genom att strukturera skulden så att räntekostnaderna samvarierar med budgetöverskotten (exklusive räntor). Intuitionen är att en skuldportfölj som normalt 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 tidigare riktlinjeförslag stegvis analyserat frågan om statsskuldens sammansättning och löptid. Vid halvårsskiftet 2004 bestod statsskulden av omkring 26 procent valutalån, 15 procent reallån och resterande del nominella kronlån. Riksgäldskontorets analyser visar att andelen valutalån långsiktigt bör minska, medan andelen reallån långsiktigt bör öka. Anledningen är främst att valutaskuld är mer riskfylld än nominell kronskuld, medan realupplåning bidrar till att minska risken i statsskulden.

Regeringen har i sina riktlinjebeslut anslutit sig till Riksgäldskontorets bedömning av statsskuldens sammansättning. I det senaste beslutet angav regeringen att valutaskulden ska amorteras med 25 miljarder under 2004, och att inriktningen är att hålla samma takt under 2005 och 2006. 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 2004 angav regeringen att riktvärdet för durationen i den nominella

kron- och valutaskulden ska hållas oförändrat 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

Riksgäldskontoret har i årets riktlinjeförslag haft i uppdrag göra en mer ingående analys av valutaskuldens andel. Det har föranlett en förnyad analys av även realskuldens andel och därmed skuldens sammansättning som helhet.

Att ange vad som är en "optimal" skuldsammansättning är svårt eftersom sambanden är många och komplexa. Dessutom varierar de önskvärda andelarna över tiden, bl.a. beroende på vilka påfrestningar som statsfinanserna utsätts för. Valet av sammansättning är därför till stora delar en bedömningsfråga och beror i slutändan på vilka risker staten är beredd att ta i statsskuld förvaltningen.

Riksgäldskontoret redovisar i avsnitt 3 sin bedömning av vad som utgör en väl avvägd sammansättning av statskulden. Bedömningen grundas dels på de analyser och resonemang som vi redovisat i tidigare riktlinjeförslag, dels på de modellresultat som presenteras i avsnitt 2.

Riksgäldskontoret analyserar frågan om statsskuldens löptid i avsnitt 4. Riktmärket för durationen i den nominella kron- och valutaskulden har varit oförändrat sedan 2000. Samtidigt har löptiden i hela skulden ökat till följd av att andelen realobligationer har ökat. Det har lett till att risknivån i skulden har minskat samtidigt som de förväntade kostnaderna ökat. Mot bakgrund av detta finns det skäl att på nytt granska valet av löptid. Vi undersöker dessutom möjligheterna att införa ett samlat mått för hela statsskuldens löptid.

Statsskuld förvaltningens övergripande mål är att minimera kostnaderna för statsskulden samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Det betyder att statsskulden måste vara sammansatt på ett sådant sätt att statsfinanserna klarar olika krissituationer. Tidigare kvantitativa analyser har gett ett begränsat utrymme för analys av krissituationer. I år har vi därför utvecklat en scenariomodell för att kunna analysera effekterna av finansiella chocker. Resultaten av konsekvensberäkningarna sammanfattas i avsnitt 2. En utförlig beskrivning av modellen och dess antaganden återfinns i bilagan i slutet av detta dokument.

Vi ska nu börja med att titta på konsekvensberäkningarna. Därefter diskuterar vi statsskuldens sammansättning och löptid i avsnitt 3 och 4. Slutligen presenterar vi Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer i avsnitt 5.

2. Konsekvensberäkningar av krisscenarier

I årets riktlinjearbete har Riksgäldskontoret utvecklat en scenariomodell för att undersöka hur kostnaderna för statskulden påverkas i olika krissituationer. Genom att göra framskrivningar av det primära lånebehovet, räntor och växelkurser kan vi beräkna vilket genomslag en finansiell chock får på kostnaderna, både i genomsnitt och under ett specifikt år.

Vi fokuserar på två krisscenarier: en internationell finansiell kris och en valutakris. Den internationella finansiella krisen innebär att vi får en kraftig räntehöjning på den svenska och internationella räntemarknaden. I valutakrisscenariot antar vi att kronan försvagas kraftigt. I båda fallen gör vi jämförelser mellan den nuvarande skuldportföljen och en portfölj med alternativ sammansättning för att se hur mycket de olika portföljerna kostar i förhållande till hur stort genomslag den antagna chocken får. Slutligen upprepar vi beräkningarna i ett alternativt scenario där statsfinanserna utvecklas sämre.

Vi kan se på de alternativa skuldportföljerna som ett sätt att försäkra sig mot alltför stora ränteökningar vid en kris-situation. Skillnaden i kostnad mellan portföljerna representerar här försäkringspremien, medan skillnaden i genomslag av chocken på räntebetalningarna representerar "skadan".

Det bör betonas att resultatet av konsekvensberäkningarna är beroende av vilka antaganden som vi gör om de ingående variablerna. Därför kan vi inte dra alltför långtgående slutsatser från beräkningarna utan att diskutera de underliggande antagandena och deras rimlighet. Med det i minnet kan vi dock se på konsekvensberäkningarna som ytterligare en pusselbit till våra tidigare analyser av statskuldens egenskaper och deras implikationer för hur skulden ska förvaltas.

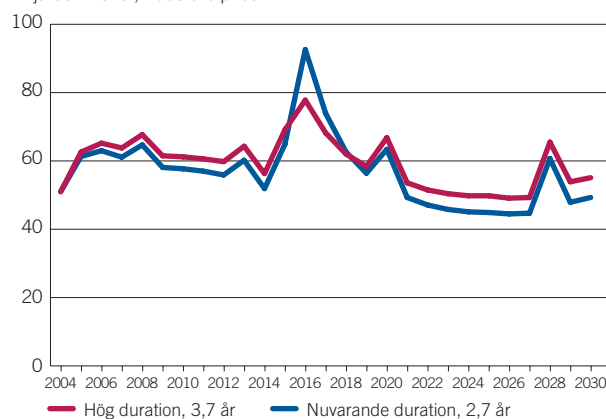
I nästa avsnitt redovisar vi resultaten från det internationella finansiella krisscenariot. I avsnitt 2.2 undersöker vi effekterna av valutakrisen. För en mer utförlig beskrivning av beräkningarna hänvisar vi till bilagan i slutet av detta dokument.

2.1 Internationell finansiell kris

I det internationella finansiella krisscenariot antar vi att den korta räntan i omvärlden stiger med 10 procentenheter 2015. Räntehöjningen sprider sig sedan till de långa räntorna och den svenska räntemarknaden. Det innebär att avkastningskurvorna inledningsvis får negativ lutning. Räntechocken klingar dock successivt av så att räntorna återvänder till sina ursprungliga nivåer efter 5–6 år.

När räntechocken träffar ekonomin ökar räntebetalningarna för statskulden dramatiskt. Hur räntebetalningarna utvecklas visas i diagram 1. Den streckade linjen visar räntebetalningarna för den nuvarande skuldportföljen, medan den heldragna linjen visar räntebetalningarna för en portfölj med ett års längre duration. Jämför vi de båda portföljerna ser vi att genomslaget av räntechocken är betydligt mindre i högdurationsportföljen än i den nuvarande portföljen. Å andra sidan är portföljen med hög duration generellt sett dyrare. Notera att räntechocken 2015 slår igenom på räntebetalningarna först 2016.

Diagram 1. Kostnad för statskulden vid 10 procents räntechock
Miljarder kronor, 2003 års priser



Från tabell 1 ser vi att genomslaget 2016 av räntechocken uppgår till 44 miljarder kronor vid nuvarande duration i statskulden. Studerar vi högdurationsportföljen ser vi att genomslaget är 25 miljarder kronor. Genom att höja durationen i statskulden med ett år kan staten således minska det omedelbara genomslaget av räntechocken med 19 miljarder kronor. Sett över perioden 2016–2020 blir det sammanlagda genomslaget 38 miljarder kronor mindre.

Den genomsnittliga årskostnaden för den nuvarande skuldportföljen uppgår till 50,1 miljarder kronor, medan högdurationsportföljen kostar 54,4 miljarder kronor. Kostnaden för att minska ränteomsättningsrisken i statskulden genom att förlänga durationen är således 4,3 miljarder kronor per år. Det motsvarar omkring 9 procent av de ursprungliga räntekostnaderna.

Sätter vi kostnaden i relation till den besparing staten gör ser vi att det tar drygt fyra år för staten att spara in

skillnaden i genomslag genom att avstå från att höja durationen. Annorlunda uttryckt uppgår försäkringspremien till cirka 25 procent av den omedelbara "skadan". Studerar vi perioden 2016–2020 ser vi att det tar omkring nio år att tjäna in skillnaden i genomslag.

Mot bakgrund av detta framstår premien för att höja durationen och därmed sänka risken i statsskulden som relativt dyr. Därmed bedömer vi att det inte är befogat att minska risken genom att höja durationen.

Det bör poängteras att resultaten från konsekvensberäkningarna är beroende av vilka antaganden vi gör om de ingående variablerna och då i synnerhet av avkastningskurvans lutning. Men det är ändå intressant att notera att även med försiktiga antaganden om avkastningskurvans lutning blir det långsiktigt billigare med en skuld med kort löptid också i det fall då ekonomin drabbas av räntechocken. Trots att staten gör stora besparingar under krisåren kan detta inte kompensera för de genomsnittligt högre kostnader som en högdurationsstrategi för med sig. Den genomsnittliga kostnadsskillnaden mellan högdurationsportföljen och den nuvarande portföljen givet att chocken inträffar uppgår till 2,5 miljarder kronor per år.

Tabell 1. Kostnad för statsskulden vid ett räntekrisscenario 2015, miljarder kronor

Internationell finansiell kris: 10 procentenheters räntechock			
	Basscenario	Alternativscenario	
<i>Genomslag 2016</i>			
Nuvarande duration, 2,7 år	43,8	69,0	
Hög duration, 3,7 år	24,8	40,6	
Skillnad i genomslag	19,0	28,4	
<i>Genomslag 2016–2020</i>			
Nuvarande duration, 2,7 år	110,3	186,0	
Hög duration, 3,7 år	72,5	129,0	
Skillnad i genomslag	37,8	56,9	
<i>Genomsnittlig kostnad, 2004–2030</i>			
Nuvarande duration, 2,7 år	50,1	79,0	
Hög duration, 3,7 år	54,4	85,2	
Skillnad i genomsnittlig kostnad	4,3	6,2	

Det primära lånebehovets utveckling är av stor betydelse för statsskulden och dess kostnader. Därför gör vi en känslighetsanalys och studerar ett alternativscenario där det primära lånebehovet utvecklas sämre.

Om lånebehovet utvecklas sämre, och statsskulden därför blir större, kommer effekterna av en finansiell kris att bli större (se tabell 1). Det gör att behovet av att försäkra sig ökar. Det beror dels på att de årliga räntekostnaderna redan från början är så pass stora att en räntechock skulle bli kännbar för statsfinanserna, dels på att effekten av räntechocken i sig är stor. Samtidigt ökar dock kostnaden för att försäkra sig. Sammantaget kvarstår vår tidigare slutsats att det är dyrt att förlänga durationen i skulden i förhållande till den minskning i genomslag på räntebetalningarna som detta skulle medföra.

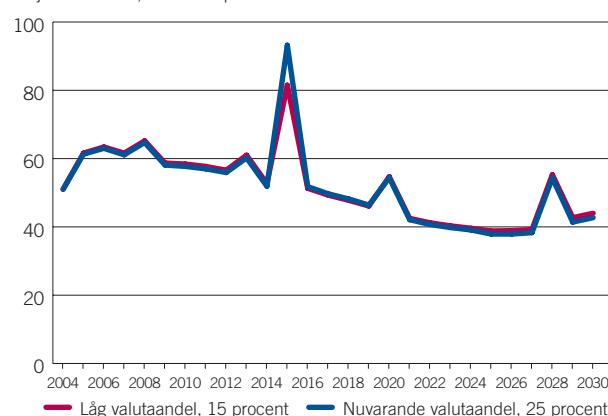
2.2 Valutakris

I det andra krisscenariot studerar vi effekterna av en kraftig försvagning av den svenska kronan 2015. TCW-index antas stiga med 15 procent, från 124 till 143. För att renodla effekten antar vi att kronförsvagningen är permanent. En sådan försvagning skulle t.ex. kunna ske om efterfrågan på svenska varor minskar så att den reala kronkursen försvagas. Den svenska och internationella räntan antas inte påverkas av deprecieringen.

I diagram 2 visar vi hur räntebetalningarna på statsskulden utvecklar sig vid 25 respektive 15 procents valutaandel då kronan permanent försvagas med 15 procent. Kostnadsskillnaden mellan de två skuldportföljerna är relativt liten. Vi ser dessutom att kostnadsökningen till följd av deprecieringen snabbt klingar av. Det är i princip endast under de första krisåren som vi får en signifikant högre kostnad med nuvarande valutaandel. Anledningen är att durationen i valutaskulden är förhållandevis kort. Det gör att merparten av valutakursförlusterna slår igenom det första året.

Diagram 2. Kostnad för statsskulden vid 15 procent kronförsvagning

Miljarder kronor, 2003 års priser



Av tabell 2 framgår att genomslaget av valutachocken på räntebetalningarna 2015 uppgår till 28 miljarder kronor. Med en lägre valutaandel är genomslaget 16 miljarder kronor. Det innebär att staten, genom att minska valutaandelen från 25 till 15 procent, kan minska det omedelbara genomslaget av kronförsvagningen med 13 miljarder kronor. Studerar vi genomslaget 2015–2019 ser vi att genomslaget är 18 miljarder kronor lägre i portföljen med låg valutaandel.

Samtidigt är lågvalutaportföljen något dyrare än den nuvarande portföljen. Lågvalutaportföljen kostar i genomsnitt 50,9 miljarder kronor per år, medan den nuvarande portföljen kostar 50,1 miljarder kronor. Skillnaden är 0,8 miljarder kronor per år. Det motsvarar kring 2 procent av de ursprungliga räntekostnaderna.

Sätter vi kostnaden i relation till den besparing som staten kan göra genom att sänka andelen valutaskuld ser vi att det tar 16 år innan staten har tjänat in besparingen. Det betyder

att premien uppgår till omkring 6 procent av den omedelbara "skadan". Tittar vi på perioden 2015–2019 ser vi att det tar omkring 22 år att tjäna in skillnaden i genomslag.

Jämfört med räntekrissscenarioet, där det tog fyra respektive nio år att tjäna in skillnaden i genomslag, framstår försäkringspremien i det här fallet som ganska låg i förhållande till "skadan". Givet att staten vill minska risken i statsskulden bedömer vi därför att det är mer kostnadseffektivt att göra detta genom att minska valutaandelen än att höja durationen.

En annan aspekt som dock måste beaktas är att kronan kan stärkas. I så fall skulle staten inte bara löpande tjäna pengar på att låna in utländsk valuta till följd av lägre utländska räntor, utan också göra en kursvinst då valutaskuldens värde uttryckt i kronor minskar. Detta är något man måste ta hänsyn till när man funderar kring vilken valutaandel som är långsiktigt önskvärd.

Tabell 2. Kostnad för statsskulden vid ett valutakrisscenario 2015, miljarder kronor

Valutakris:			
15 procents kronförsvagning	Basscenario	Alternativscenario	
<i>Genomslag 2015</i>			
Nuvarande valutaandel, 25 procent	28,3	42,3	
Låg valutaandel, 15 procent	15,8	23,9	
Skillnad i genomslag	12,3	18,5	
<i>Genomslag 2015–2019</i>			
Nuvarande valutaandel, 25 procent	38,9	57,5	
Låg valutaandel, 15 procent	21,2	31,5	
Skillnad i genomslag	17,6	26,0	
<i>Genomsnittlig kostnad, 2004–2030</i>			
Nuvarande valutaandel, 25 procent	50,1	79,0	
Låg valutaandel, 15 procent	50,9	80,5	
Skillnad i genomsnittlig kostnad	0,8	1,5	

Om lånebehovet utvecklas sämre än vi hittills har antagit kommer behovet av att försäkra sig mot valutachocker att öka. Det beror liksom tidigare på att räntebetalningarna redan från börja är så stora att en valutachock skulle bli kännbar för statsfinanserna. Dessutom leder den sämre statsfinansiella situationen till att effekterna av valutachocken i sig blir större. Samtidigt ökar dock kostnaden för att minska andelen valutaskuld. Detta ändrar dock inte vår tidigare slutsats.

2.3 Sammanfattning

Resultaten från räntekrissscenarioet visar att det är förhållandevis dyrt att försäkra sig mot högre räntekostnader vid en krissituation genom att förlänga durationen. De besparingar man gör under krisåren kan inte kompensera för de genomsnittligt högre kostnaderna. Om lånebehovet utvecklas sämre än vad vi antar i basscenarioet ökar dock behovet av en sådan försäkring.

Jämfört med räntekrissscenarioet framstår kostnaden för att minska andelen valutaskuld som relativt låg i förhållande till effekterna på räntekostnaderna vid en valutakris. Givet att staten vill minska risken i statsskulden bedömer vi att det är mer kostnadseffektivt att göra detta genom att minska valutaandelen jämfört med att höja durationen.

3. Statsskuldens sammansättning

Till året riktlinjeförslag har regeringen efterfrågat en samlad bedömning av hur statsskuldens långsiktigt bör fördelas mellan skuldslagen. Att ange vad som är en "optimal" sammansättning är dock svårt då sambanden är många och komplexa. Dessutom varierar de önskvärda andelarna – eller annorlunda uttryckt den acceptabla risknivån – över tiden, beroende på vilka påfrestningar som statsfinanserna utsätts för. Därför är valet av sammansättning till stora delar en bedömningsfråga.

I detta avsnitt redovisar Riksgäldskontoret sin bedömning av vad som utgör en väl avvägd sammansättning av statsskuldens. Bedömningen grundas på de analyser och resonemang som vi redovisat i tidigare riktlinjeförslag, liksom på de modellresultat som presenteras i avsnitt 2. I slutändan bör dock valet av sammansättning styras av vilken avvägning mellan kostnad och risk som regeringen är beredd att göra i statsskuldsvärdningen. Vår analys syftar till att ge underlag för regeringens avvägningar för att möjliggöra beslut om en rimligt avvägd skuldportfölj.

Avsnittet är indelat i tre delar. Vi börjar med att titta på valutaskuldens andel. Därefter tittar vi på realskuldens andel. Avsnittet avslutas med en diskussion om vilka nackdelar det finns med att ange riktlinjer för statsskuldens styrning i termer av andelstal och vilka krav som bör ställas på ett sådant styrsystem.

3.1 Valutaskuld

Riksgäldskontoret har sedan slutet av 1990-talet amorterat på valutaskulden. Valutaskulden har minskat från som mest 435 miljarder 1998 till 320 miljarder kronor vid halvårsskiftet 2004. Valutaandelen har under denna period minskat från 30 till 26 procent. Jämfört med andra länder har Sverige en relativt hög andel valutaskuld. Innan införandet av en gemensam valuta i EU hade de flesta medlemsländer en valutaandel på 5 procent eller lägre.

Riksgäldskontoret har i tidigare riktlinjeförslag argumenterat för att andelen valutaskuld långsiktigt bör minska. Anledningen är att valutaskuld är förknippad med högre risk än nominell kronaskuld. Det beror på att räntebetalningar i utländsk valuta varierar med värdet på kronan. Det gör att räntebetalningarna på valutaskulden blir mer volatila än räntebetalningarna på inhemsk skuld. Dessutom finns det risk att de utländska räntebetalningarna ökar på grund av en svag krona i lägen då statsfinanserna är ansträngda i övrigt. Det beror på att kronan tenderar att deprecieras när svensk ekonomi utvecklas svagt i förhållande till andra länder.

Högre risk kan vara motiverad om den förväntade kostnaden är lägre. Det finns dock inte anledning att tro att valutaskuld framöver ska vara systematiskt billigare än kronaskuld. Visserligen finns alltså en viss ränteskillnad gentemot utlandet, men med hänsyn till utvecklingen i svensk ekonomi relativt andra länder talar mycket för att ränteskillnaden på sikt kommer att fortsätta att minska.

Hur stor valutaandel bör staten då sikta mot? Svaret beror på flera faktorer. Som vi nämnde ovan är valutaupplåning mer riskfylld än nominell kronaupplåning, samtidigt som den på lång sikt torde vara varken billigare eller dyrare. En fråga som man kan ställa sig i det här sammanhanget är hur stor risken med en hög andel valutaskuld är i kronor och ören.

I den scenariomodell som redovisas i avsnitt 2 antas kronan försvagas med 15 procent år 2015 för att sedan ligga kvar på denna svagare nivå. Med dagens valutaandel på 25 procent blir genomslaget på räntebetalningarna av kronförsvagningen under krisåret kring 20 miljarder kronor högre än om valutaandelen varit 15 procent. Det motsvarar 15–20 procent av de antagna räntekostnaderna 2015. Den lägre andelen gäller vid alternativscenariot där statsskuldens andel är större.

Att på marginalen låna upp ytterligare 20 miljarder kronor ett enskilt år torde i sig inte vara särskilt problematiskt, åtminstone om statsfinanserna utvecklas som i modellen. Om chocken inträffar i ett läge med en större statsskuld eller då statsfinanserna är mer ansträngda, skulle genomslaget bli i motsvarande mån större. Det går därför inte att uppfatta risken med en valutaandel på 25 procent som försumbar.

I modellen finns en kostnad för att minska valutaandelen. Den beräknas i till i genomsnitt 0,8–1,5 miljarder kronor per år, vilket motsvarar omkring 2 procent av de totala räntekostnaderna. Fördyringen avspeglar att vi i modellen antar att räntan i utländsk valuta är marginellt lägre än i kronor. Det motsvarar det läge som råder nu, men som inte behöver bli bestående på lång sikt, av skäl som nämndes ovan.

Frågan om valutalåneandelen har även mer kvalitativa aspekter. Valutaupplåning är ett flexibelt instrument i den mening att staten kan låna mycket pengar på kort tid. Det illustreras inte minst av Sveriges erfarenheter i början av 1990-talet. Det kan även vara bra att ha tillgång till flera finansieringskällor i lägen då upplåning på den inhemska marknaden framstår som särskilt kostsam. Sådan flexibilitet förutsätter dock att valutaskulden inte är alltför stor i utgångsläget. En minskning av valutaskulden skulle således vidga det statsskuldspolitiska handlingsutrymmet för det fall att en störning plötsligt skulle öka lånebehovet.

Valutaskuldens storlek kan också tänkas påverka placerarnas bedömning av hur känsliga svenska statsfinanser är för störningar som påverkar kronans värde. En mindre andel valutaskuld är även förenlig med ambitioner att slå vakt om likviditeten i kronobligationsmarknaden och att öka upplåningen i realobligationer.

Målet bör dock inte vara att avveckla valutaskulden. Upplåning i flera valutor minskar ränterisken genom att beroendet av ränteläget i enskilda länder, inklusive Sverige, minskar. Skulle exempelvis svenska räntor stiga kraftigt utan motsvarande förändring i internationella räntor samtidigt som kronkursen är oförändrad bidrar valutaskulden till att begränsa ökningen i de totala räntekostnaderna. För att diversifieringseffekterna ska vara märkbara bör dock valutaskulden inte vara alltför liten.

Sammanfattningsvis anser Riksgäldskontoret att den nuvarande valutaandelen är för stor och att andelen därför bör minska. Det finns dock skäl som talar för att valutaskulden inte helt bör avvecklas. Riksgäldskontorets samlade bedömning är att valutaandelen på sikt bör ligga kring 15 procent. En andel på denna nivå ger en rimlig avvägning mellan de för- och nackdelar som presenterades ovan.

I bedömningen av valutaskuldens andel har vi inte tagit hänsyn till förväntade kortsiktiga växelkursrörelser. I den mån kronan bedöms stärkas eller försvagas har Riksgäldskontoret löpande i uppgift att ta hänsyn till detta inom ramen för det avvikelseintervall som finns kring riktvärdet för amorteringen.

Det bör noteras att givet att andelen valutaskuld i utgångsläget är omkring 25 procent och att valutaskulden bara kan justeras gradvis kommer det att dröja innan ett mål på 15 procent uppnås. Riskskillnaderna är dock inte så stora att detta kan uppfattas som ett problem. På kort sikt kan det också finnas vissa kostnads fördelar med valutaskuld, så länge ränteskillnaden inte försvinner och kronans värde utvecklas gynnsamt. Vi återkommer till frågan om i vilken takt valutaandelen bör anpassas i avsnitt 5.

3.2 Realskuld

Riksgäldskontoret började emittera realobligationer 1994. Andelen reallån i statsskulden har sedan dess gradvis ökat och uppgår nu till 15 procent. Jämfört med andra länder har Sverige en relativt hög andel realskuld. Det är bara Storbritannien som har en högre andel.

Riksgäldskontoret har i tidigare riktlinjeförslag argumenterat för att andelen realskuld långsiktigt bör öka. Argumentet har i första hand varit att realskuld bidrar till att minska risken i statsskulden. Anledningen är att realupplåning i vissa 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 nomi-

nell upplåning. Genom att inkludera både nominella och reala lån i statsskuldportföljen kan staten därför minska risken för alltför stora svängningar i kostnaderna för skulden.

Realskuldens positiva egenskaper förstärks om man ser på statsskulden i ett ALM-perspektiv. Det beror på att i lägen då ekonomin utvecklas svagt och statsfinanserna är svaga så är i allmänhet även inflationen låg. På motsvarande sätt är statsfinanserna ofta goda i tider av stark ekonomisk utveckling och hög inflation. Att inkludera reallån i statsskulden innebär under dessa förutsättningar att kostnaderna för skulden blir låga då statsfinanserna redan är ansträngda av andra skäl och vice versa.

Den tekniska utformningen av realobligationerna gör dock att detta samband inte håller för de kassamässiga räntebetalningarna. De kassamässiga betalningarna för realskulden minskar inte i samma storleksordning som statens intäkter minskar i ett sämre konjunkturläge med lägre inflation. Anledningen är att den dominerande delen av inflationskompensation betalas ut först då en realobligation förfaller. I periodiserade termer har dock realskulden de egenskaper som tidigare framförts. Det bör också poängteras att det finns lägen då inflationen är hög samtidigt som ekonomin och statsfinanserna utvecklas svagt. I sådana lägen av stagflation är realskuld ofördelaktig.

Förutom positiva riskegenskaper finns det skäl att anta att realupplåning är billigare än nominell upplåning i genomsnitt. Anledningen är att nominell upplåning är förknippad med en inflationsriskpremie. När det gäller reallån tar staten över inflationsrisken från placerarna och bör därmed kunna tillgodogöra sig inflationsriskpremien. Ju större osäkerhet som råder angående den framtida inflationen desto större är rimligen inflationsriskpremien. Bristande likviditet på realobligationsmarknaden kan ibland reducera kostnads fördelarna av att emittera realobligationer. Under senare år har dock realobligationsmarknaden utvecklats gynnsamt. Det gör att den förväntade kostnaden för realupplåning för närvarande är lägre än nominell upplåning givet löptid.

Frågan om hur stor andel av statsskulden som bör utgöras av reallån beror på en rad faktorer. Ett av de främsta argumenten för att ha realskuld är att den bidrar till att diversifiera risken i statsskulden. För att ge någon nämnvärd diversifieringseffekt bör dock realskulden stå för en någorlunda stor andel av statsskulden.

Behovet av en stor andel realskuld minskar dock till följd av att Sverige även har valutaskuld. Det beror på att inflationens inverkan på skuldkostnaderna för valutaskuld är liknande den för realskuld. Om inflationen i Sverige blir lägre än i omvärlden så tenderar kronan att förstärkas, vilket gör att skulden i utländsk valuta blir billigare. Om å andra sidan inflationen stiger mer än i omvärlden så tenderar kronan att försvagas och valutaskulden bli dyrare. Effekten är således densamma. Realskuld har dock bättre diversifieringsegenskaper ur ett ALM-perspektiv. Dessutom kan valutakurser

variera av mer slumpmässiga orsaker utan koppling till inflationen, vilket gör valutaskuld framstår som mer riskfylld.

Likviditeten på den nominella respektive reala obligationsmarknaden har också betydelse för vilken andel vi bör sträva mot. Väljer vi en hög andel reallån så måste den nominella obligationsstocken minska. Det kan få negativa effekter på likviditeten, något som driver upp räntekostnaderna. Å andra sidan måste även realobligationsmarknaden vara tillräckligt stor för att likviditeten ska bli acceptabel. Således måste man balansera kostnaden för likviditetspremierna i de olika marknaderna.

Det är också viktigt att ha i minnet att nominella obligationsmarknader fortfarande utgör grunden för statsskuldens finansiering och att det därför är strategisk viktigt att den nominella marknaden fungerar väl. Skulle Riksgäldskontorets tvingas låna stora belopp på kort tid så är det alltså i nominella instrument som det låter sig göras. Den reala marknaden har varken i Sverige eller internationellt tillräcklig storlek för att klara stora kortsiktiga svängningar i lånebehovet.

Slutligen är det rimligt att fundera över vilken makroekonomisk störning som är mest trolig – inflation eller deflation. Med Sveriges inflationshistoria får det alltså antas att risken för hög inflation är större än risken för deflation, även om de senaste årens utveckling gör den slutsatsen mindre självklar. Det betyder att sannolikheten för att kostnaderna för realskulden ska bli oväntat höga antagligen är större än sannolikheten att de blir oväntat låga.

Riksgäldskontoret samlade bedömning är att den reala skulden bör fortsätta öka till en andel kring 20–25 procent. Då blir realobligationsmarknaden tillräckligt stor för att bli likvid och andelen blir tillräckligt stor för att realskuldens goda diversifieringseffekter ska få genomslag. I kombination med en minskad valutaandel ger det samtidigt utrymme för en stor och likvid nominell obligationsmarknad.

3.3 Framtida utveckling av skuldandelarna

I tabell 3 sammanfattas Riksgäldskontorets bedömning av hur statsskulden bör vara sammansatt.

Tabell 3. Förslag till sammansättning av statsskulden

	Andel i procent
Valutaskuld	15
Real kronskuld	20–25
Nominell kronskuld	60–65

I tabell 4 redovisar vi ett räkneexempel på hur skuldandelarna kan komma att utvecklas under de närmsta åren. I räkneexemplet antar vi att statsskulden är konstant och att amorteringstakten av valutaskulden är 25 miljarder kronor. Vidare antar vi att den reala skulden ökas med 20 miljarder kronor per år.

Från tabellen ser vi att statsskulden når en realandel på 20 procent 2008. Den föreslagna valutaandelen på 15 procent nås 2009–2010. Det kommer således fortfarande att ta några år innan real- och valutaskulden uppnår de föreslagna andelarna, givet nuvarande öknings- respektive minskningstakt.

Tabell 4. Effekt på skuldsammansättningen, andel i procent

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Valutaskuld	25,8	23,8	21,8	19,7	17,7	15,7	13,6
Real kronskuld	14,6	16,2	17,9	19,5	21,1	22,7	24,4
Nominell kronskuld	59,6	60,0	60,4	60,8	61,2	61,6	62,0

Om statsskulden ökar i beräkningarna i stället för att vara konstant, minskar valutaandelen snabbare medan realandelen ökar långsammare. Om statsskulden ökar med t.ex. 50 miljarder kronor per år nås den föreslagna valutaandelen 2008, medan den föreslagna realandelen nås först 2010.

3.4 Skuldandelar som styrsystem

Från ett traditionellt portföljvalsperspektiv kan det synas naturligt att ange riktlinjer i termer av skuldandelar. En alltför strikt tillämpning av ett sådant styrsystem kan dock fördyra både valuta- och realupplåningen. Nackdelarna med att ange riktlinjer i termer av portföljsammansättningen framgår tydligast för valutaskulden.

Om kronan faller i värde, ökar valutaskuldens andel av totalen. Med ett riktmärke angivet i procent av skulden skulle Riksgäldskontoret för att neutralisera den effekten behöva lösa in valutalån under perioder när dessa är högt värderade. Omvänt skulle staten låna extra mycket i utländsk valuta under perioder när kronan är stark, eftersom andelen då sjunker. Det finns skäl att anta att växelkursrörelser i många fall är temporära och att växelkursen tenderar att återvända mot något medelvärde. I så fall kommer en princip om att hålla andelen valutalån konstant att göra att staten systematiskt lånar respektive amorterar när det är dyrt. Detta skulle uppenbart stå i strid med kostnadsminimeringsmålet.

Till bilden hör också att statsskuldens sammansättning kan förändras av skäl som inte Riksgäldskontoret styr över. Så var det t.ex. i samband med överföringen från AP-fonden 2001. Överföringen bestod till viss del av statsobligationer i kronor, vilket reducerade kronskulden i motsvarande grad. Samtidigt ökade andelen real- och valutalån som en följdseffekt. Givet att sådana förändringar kommer oannonserat kan en alltför hårt andelsstyrning tvinga kontoret till kostsamma eller på annat sätt olämpliga omfördelningar av skuldstocken. Alternativt måste kontoret vända sig till regeringen för att få nya riktlinjer.

De storleksmässiga effekterna av tillfälliga lånebehovsförändringar kan illustreras med ett exempel. Om vi skulle få

en oannonserad inbetalning på 50 miljarder kronor minskar upplåningen i nominella kronor med motsvarande belopp. Vid nuvarande skuld minskar detta den nominella skuldandelen med 1,7 procentenheter och ökar valutaandelen 1,1 procentenheter. Ännu större effekt kan vi få då ett reallån förfaller. Om vi betalar tillbaka ett reallån på 50 miljarder kronor och finansierar detta med nominell kronupplåning minskar realandelen med 4,1 procent samtidigt som den nominella kronskulden ökar lika mycket. I praktiken påverkas dock inte skuldandelarna i denna omfattning eftersom vi normalt sett byter förfallande reallån mot nya realobliga-

tioner. Men exemplet visar att skuldandelarna kan variera avsevärt inom ramen för den normala skuldförvaltningen.

Mot bakgrund av detta bör riktlinjerna således formuleras så att de lämnar utrymme för flexibilitet i förvaltningen. En möjlighet är att riktlinjerna innefattar fluktuationsintervall kring skuldandelarnas riktvärden. Storleken på dessa intervall och den exakta utformningen av styrsystemet bör dock utredas vidare. Med de nuvarande riktlinjerna för valuta- och realupplåningen dröjer det ett antal år innan statsskulden når de föreslagna skuldandelarna. Riksgäldkontoret avser därför att återkomma i frågan i kommande riktlinjeförslag.

4. Statsskuldens löptid

Riksgäldskontoret har inför årets riktlinjeförslag återvänt till frågan om statsskuldens löptid. I dag styrs löptiden i den nominella delen av skulden med hjälp av ett riktvärde för durationen. Riktvärdet fungerar som en restriktion i upplåningen. Det går inte att låna alltför mycket i långa löptider och inte heller i korta. Därmed kan regeringen styra statsskuldens refinansieringsrisk (risken för att vi inte får tag i pengar) och ränteomsättningsrisk (risken att vi måste låna till hög ränta).

Den reala delen av skulden omfattas inte av durationsriktvärdet. I ett strategiskt perspektiv skulle det dock vara önskvärt att regeringen kan ange riktlinjer för löptiden i hela skulden. Detta är speciellt viktigt i skeden då skuldsammansättningen förändras och de olika skuldkomponenterna har olika löptid. Med ett samlat löptidsmått för hela skulden skulle det vara möjligt att inom givna riktlinjer balansera ett ökat risktagande i ett skuldslag med en minskning av riskexponeringen i en annan del av skulden.

I detta avsnitt diskuterar vi förutsättningarna för att införa ett samlat löptidsmått för hela statsskulden. Därefter redovisar vi hur löptiden för statsskulden har utvecklats de senaste åren. Slutligen diskuterar vi valet av riktvärde för durationen i den nominella kron- och valutaskulden till årets riktlinjeförslag.

4.1 Ett samlat löptidsmått för hela statsskulden

Inför årets riktlinjeförslag har Riksgäldskontoret undersökt möjligheterna att införa ett samlat löptidsmått för hela statsskulden. Den första frågan som inställer sig är vilket typ av mått som är ändamålsenligt för en sådan styrning.

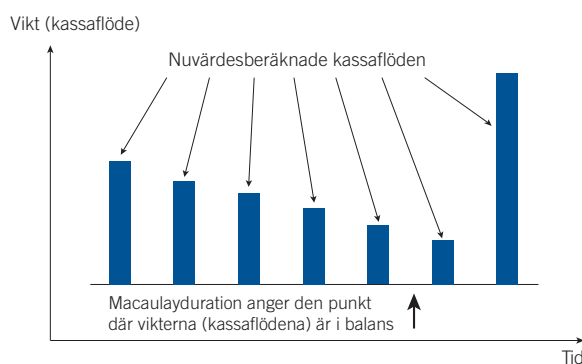
De nuvarande riktlinjerna för statsskuldens löptid är formulerade i termer av duration. Att det just är duration som används är främst av praktiska skäl. För det första är duration ett välkänt och allmänt använt begrepp på räntemarknaden. För det andra har Riksgäldskontoret sedan lång tid tillbaka använt duration i den operativa förvaltningen av valutaskulden för att kontrollera riskerna.

Att inkludera realskulden i ett samlat durationsmått för hela statsskulden möter inga principiella hinder så länge vi tolkar durationen som löptid. Det är dock vanligt att durationen tolkas som ett mått på ränterisken. En sådan tolkning låter sig emellertid inte göras när skuldportföljen omfattas av flera olika skuldslag, eftersom räntorna inte rör sig på samma sätt. Men detta är ett problem som uppstår redan då vi anger ett riktvärde för den nominella skulden eftersom

denna består av såväl skuld i svenska kronor som skuld i utländsk valuta. Tolkar vi duration som löptid är det oproblematiskt att väga ihop durationen i de olika skuldslagen.

Som löptidsmått talar durationen om för oss hur en obligations- eller skuldportföljs (nuvärdesberäknade) kassaflöden är fördelade över tiden. Durationen kan nämligen tolkas som en *balanstidpunkt* som anger vid vilken tidpunkt som kassaflödena är i balans. Det innebär att hälften av kassaflödena ligger före balanstidpunkten och den andra hälften efter. Se diagram 3.

Diagram 3. Duration som löptidsmått



Att Riksgäldskontoret har en duration på 2,7 år i den nominella skulden betyder således att hälften av alla betalningar på skulden (i nuvärdetermer) kommer att ske före 2,7 år och resten efter 2,7 år. Man kan också uttrycka det som att hälften av skulden kommer att omsättas inom 2,7 år. Ytterligare ett sätt att se på saken är att upplåningen i genomsnitt sker till 2,7 års löptid.

Riksgäldskontorets undersökning av ett samlat mått för löptiden har rest en del frågor kring vilken typ av styrning som är lämplig för statsskuld förvaltningen. Att styra durationen i realskulden inom alltför snäva intervall är liksom för den nominella kronskulden svårt. Det beror på att det inte finns några korta reala statsskuldsväxlar som kan användas för att finjustera durationen i skulden och inte heller några derivatinstrument. Därtill kommer att realmarknaden inte alltid är lika likvid som det skulle behövas för att hantera skulden.

Att styra durationen i den nominella kronskulden är också problematiskt eftersom det kan leda till onödigt stora transaktionskostnader. Orsaken är dels att skulden är stor och därmed kräver omfattande transaktioner för att durationen ska påverkas, dels att durationen påverkas av faktorer som ligger utanför Riksgäldskontorets kontroll och dessutom kan vara svåra att förutse.

Svårigheterna att styra durationen i realskulden och den nominella kronskulden lämnar valutaskulden som det enda kvarvarande instrumentet för att styra statsskuldens samlade duration. Det kan krävas stora transaktioner, vilka ger upphov till potentiellt stora transaktionskostnader. Frågan är om det är ändamålsenligt att göra justeringar i valutaskuldens duration för att kompensera för durationsförändringar i den reala och den nominella kronskulden. En förutsättning för att svara på den frågan är möjligen att man först anger med vilken frekvens som den samlade durationen bör justeras.

Svar på dessa frågor kräver en mer ingående analys av vad relativt kortsiktiga svängningar i statsskuldens löptid betyder för kostnads- och risknivån. Ju mindre vikt som behövs läggas vid variationer i löptiden, desto mindre är värdet av att löpande styra durationen via mer eller mindre automatiskt verkande mekanismer. Man kan heller inte bortse ifrån att riktlinjeprocessen är årlig, vilket gör att frågan om lämplig löptid kommer att prövas minst en gång per år.

Riksgäldskontoret menar att frågan om ett samlat mått för statsskuldens löptid som utgångspunkt för regeringens styrning av Riksgäldskontoret bör utredas ytterligare. Det är bl.a. viktigt att närmare studera eventuella skillnader mellan hur löptiden i olika skuldslag påverkar risknivån. Därför föreslår vi inte något sådant mått i årets riktlinjeförslag. Vi beaktar dock utvecklingen av löptiden i hela skulden när vi föreslår ett riktvärde för den nominella kron- och valutaskulden.

4.2 Utveckling av den totala statsskuldens löptid

Riksgäldskontoret har under senare år ökat andelen reallån i statsskulden. I förhållande till den nominella skulden är löptiden i den reala skulden mycket hög. Det har fått till följd att löptiden i den totala skulden ökat.

I tabell 5 redovisar vi hur andelen reallån i statsskulden har utvecklats sedan 1998. Här framgår det att andelen reallån ökat från 8,6 procent i slutet av 1998 till närmare 14 procent 2003. Vid halvårsskiftet 2004 hade realandelen ökat ytterligare något och uppgick till knappt 15 procent.

Tabell 5. Statsskuldens sammansättning 1998–2003

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Statsskuld, mdkr	1 526	1 423	1 344	1 211	1 204	1 229
Nominell kronskuld, procent	60,8	62,0	60,4	56,7	55,7	59,2
Realskuld, procent	8,6	9,5	10,3	9,7	13,2	13,9
Valutaskuld, procent	30,6	28,5	29,4	33,7	31,2	26,9

Anm: Siffrorna avser skuldens storlek per den sista december

I tabell 6 redovisas durationen per den sista december i de olika skuldandelarna. Dessutom redovisas den sammanvägda durationen i den nominella kron- och valutaskulden samt den sammanvägda durationen i hela skulden.

Som framgår av tabellen har riktvärdet för durationen i den nominella kron- och valutaskulden varit oförändrat på 2,7 år sedan 2000. Ökningen av andelen realskuld, plus att realupplåningen skett till längre löptider, gör dock att durationen i den totala skulden har ökat från 3,2 till 3,7 år. Statsskuldens löptid har således ökat med 0,5 år sedan 2000.

Tabell 6. Durationen i statsskulden, år

	2000	2001	2002	2003
Nominell kronskuld	3,0	2,9	2,8	2,9
Valutaskuld	2,1	2,1	2,1	2,2
Realskuld	9,3	9,1	10,3	10,6
Totalt exkl. realskuld	2,7	2,6	2,5	2,7
Totalt inkl. realskuld	3,2	3,1	3,4	3,7

Anm: Siffrorna avser skuldens storlek per den sista december

Givet att riktlinjerna för realskuldens andel inte ändras kommer denna utveckling att fortsätta under kommande år. Det är något vi bör beakta när vi analyserar vilket riktvärde som vi ska föreslå för den nominella kron- och valutaskulden. En längre duration medför lägre risk, men också större förväntade kostnader. Därför är det viktigt att durationen i statsskulden inte är högre än vad som motsvarar statens riskpreferenser.

4.3 Val av löptid

Riktlinjerna för statsskulden måste fortlöpande anpassas till rådande yttre omständigheter och de statsfinansiella utsikterna. Det nuvarande riktvärdet på 2,7 år (mätt i termer av duration) för den nominella skulden har varit oförändrat sedan 2000. I och med att ökningen av den reala skuldandelen har ökat durationen i den totala skulden finns det skäl att på nytt granska valet av löptid, speciellt som denna utveckling förväntas fortsätta. Detta får dock inte leda till en mekanisk styrning av skulden där vi reducerar durationen i ett av de andra skuldslagen för att korrigera för att en högre andel realskuld driver upp durationen i hela skulden. De olika skuldslagen har olika riskegenskaper även i andra sammanhang, vilket gör att en sådan mekanisk styrning inte är ändamålsenlig.

Riksgäldskontoret har i tidigare riktlinjeförslag konstaterat att valet av riktvärde för löptiden är en avvägning mellan förväntad kostnad och ränteomsättnings- och refinansieringsrisk. Med en positivt lutande avkastningskurva är det alltid billigare att låna i korta löptider allt annat lika. Den risk man tar är att man måste refinansiera skulden oftare, vilket gör att räntekostnaden blir mer volatil.

En intressant övning är att försöka kvantifiera vilket genomsnittligt räntechock har på kostnaderna för statsskulden vid olika löptider. I scenariomodellen studerar vi effekterna av en kraftig ränteuppgång 2015. Vi jämför kostnaden för den nuvarande statsskuldportföljen med en portfölj där durationen förlängts med ett år. Eftersom avkastningskurvorna

i modellen är positiva, blir det i genomsnitt omkring 4–6 miljarder kronor dyrare *per år* att låna med längre löptid. Å andra sidan blir utfallet när räntechocken inträffar 20–30 miljarder kronor lägre med en högre duration. Slutsatsen från scenariomodellen är således att det i förhållande till risken är dyrt att försäkra sig mot högre räntekostnader vid en krissituation genom att förlänga skulden.

Samtidigt visar våra beräkningar i föregående avsnitt att den samlade durationen för den nominella och reala skulden har ökat från 3,2 till 3,7 år sedan 2000 (se tabell 6). Även om reala och nominella lån delvis har olika egenskaper så är det rimligt att anta att den allt större och löptidsmässigt långa realskulden har minskat risken för svängningar i räntekostnader till följd av räntechocker. Men eftersom det generellt sett är dyrare att låna i långa löptider har denna utveckling också inneburit att kostnaderna för skulden har ökat. Man kan alltså säga att staten med de senaste årens upplåningspolitik har accepterat högre kostnader mot att få en lägre risk i statsskulden.

Det kan vara intressant att uppskatta hur mycket denna durationsökning kostar staten. För att göra detta har vi använt den scenariomodell som vi presenterade i avsnitt 2. Vi analyserar hur stora kostnaderna för statsskulden skulle bli om vi reducerar durationen i den nominella kronskulden så att den totala durationen återgår till den nivå som den hade år 2000. Resultaten redovisas i tabell 7.

Tabell 7. Kostnad för statsskulden vid olika total duration

	Nuvarande duration	Duration enligt 2000
<i>Genomsnittlig årskostnad i fasta priser, 2004–2030, mdkr</i>		
Nominell kronskuld	30,8	28,9
Realskuld	7,4	7,3
Valutaskuld	11,9	11,7
Totalt	50,1	47,8
Skillnad i genomsnittlig kostnad		2,3
<i>Genomsnittlig duration, år</i>		
Nominell kronskuld	3,0	2,2
Realskuld	9,3	9,3
Valutaskuld	2,0	2,0
Totalt	3,7	3,2

För att nå en sammanlagd duration på 3,2 år vid nuvarande skuldandelar måste vi minska durationen i den nominella kronskulden från 3,0 till 2,2 år. En sådan emissionsstrategi medför att kostnaderna blir i genomsnitt 2,7 miljarder kronor lägre per år än vid nuvarande duration. Staten skulle således kunna minska kostnaderna för statsskulden med i genomsnitt 2,3 miljarder per år om den minskade löptiden i skulden till 2000 års nivå.

I beräkningarna har vi utgått från LU:s framskrivningar av det primära lånebehovet. Använder vi oss i stället av den alternativa banan för lånebehovet, där statsfinanserna utvecklas sämre, finner vi att kostnadsminskningen av att

sänka durationen blir större. I det fallet skulle staten kunna minska kostnaderna för statsskulden med i genomsnitt 3,3 miljarder kronor per år.

Det bör betonas att dessa beräkningar endast kan ses som en uppskattning av kostnaderna under vissa givna förutsättningar. Exempelvis varierar inte räntorna och inflationen under beräkningsperioden. Dessutom gör de positivt lutande avkastningskurvorna i modellen att det per definition är billigare att låna i kortare löptider. Inte desto mindre lämnar beräkningarna ett värdefullt bidrag till analysen eftersom de ger oss åtminstone någon uppfattning om hur stora kostnadsminskningar en neddragning av durationen kan ge.

Det bör också understrykas att i valet av riktmärke för löptiden måste man beakta att de olika skuldslagen har olika egenskaper. Man kan alltså inte välja ett riktmärke utan att ta hänsyn till statsskuldens sammansättning i övrigt. Att ha en lika mekanisk styrning som i det här exemplet, där vi minskade durationen i den nominella kronskulden för att kompensera för att en högre andel realskuld driver upp durationen i den totala skulden, är således inte lämpligt.

Vilken löptid ger då en ändamålsenlig avvägning mellan förväntad kostnad och ränteomsättnings- och refinansieringsrisk i statsskulden? Svaret beror på flera faktorer. Det som talar för att upplåningen bör ske på relativt kort löptid är att avkastningskurvan generellt sett har positiv lutning. Det gör att det är billigare att låna i korta löptider. Samtidigt ökar kort upplåning ränteomsättnings- och refinansieringsrisken. Scenariomodellens resultat och tidigare analyser visar dock att det är relativt lönsamt att förkorta durationen i förhållande till den ökade riskexponeringen.

I dagsläget är riktvärdet för den nominella skulden 2,7 år. Det är en förhållandevis kort löptid internationellt sett. Det som talar för att löptiden bör kortas ytterligare något är att löptiden i den sammanlagda skulden har ökat under senare år till följd av att andelen reallån i skulden har ökat, vilket minskat refinansierings- och ränteomsättningsrisken. Denna utveckling kan förväntas fortsätta även i framtiden. Det finns således utrymme för att öka refinansierings- och ränteomsättningsrisken i den nominella skulden något.

En annan omständighet som också talar för att löptiden bör kortas något är att risken i övrigt har minskat sedan 2000, dels på grund av att skulden som sådan har minskat, dels på grund av att valutaskuldens andel har minskat. Det senare är dessutom en utveckling som kan förväntas fortsätta i framtiden.

Sammanfattningsvis föreslår Riksgäldskontoret att riktvärdet för den nominella skuldens löptid ska sänkas från 2,7 till 2,5 år. Det skulle göra att de förväntade kostnaderna för statsskulden minskar något. Det bör betonas att storleken på dessa besparingar till stor del beror på hur avkastningskurvan utvecklas. Ju flackare avkastningskurvan är, desto mindre är besparingen.

I förslaget till nytt riktmärke har vi inte tagit hänsyn till förväntade kortsiktiga ränterörelser. Därför har vi heller inte diskuterat om det i dagsläget är fördelaktigt att genomföra den föreslagna durationsförkortningen eller om det skulle var mer fördelaktigt att vänta. Kostnaden för att förkorta durationen beror nämligen på den framtida ränteutvecklingen. Skulle räntorna stiga, och förbli på en högre nivå, finns det risk att ett beslut att förkorta durationen just nu i efterhand framstår som kostsamt.

Å andra sidan har Riksgäldskontoret sedan tidigare möjlighet att välja ett eget riktmärke för den nominella kron- och valutaskulden inom ramen för ett visst intervall kring det riktvärde som regeringen anger. Riksgäldskontoret har tidigare konstaterat att ett sådant beslut bör hanteras som en position och utvärderas i termer av marknadsvärde.

5. Förslag till riktlinjer

Regeringen lägger i riktlinjebeslutet fast övergripande ramar för statsskuldsvältningen. Huvudpunkterna i tidigare beslut har varit att regeringen angett riktvärden och ramar för valutaskulden och realupplåningen. Av det följer att det resterande bruttolånebehovet måste 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.

Riksgäldskontoret följer i årets riktlinjeförslag i huvudsak samma upplägg som tidigare. En nyhet är dock att vi har gjort en samlad bedömning av hur skulden långsiktigt bör fördelas mellan de olika skuldslagen. En annan nyhet är att vi föreslår att riktlinjen för löptiden i realskulden ska tas bort.

Tidsperspektivet i riktlinjerna är tre år. Riksgäldskontoret redovisar således både förslag till riktlinjer för 2005 och till preliminära riktlinjer för 2006 och 2007.

5.1 Valutaskuld

Riksgäldskontorets förslag: Riksgäldskontoret föreslår att andelen valutaskuld långsiktigt bör minska. Vår bedömning är att andelen bör vara kring 15 procent. Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2005 föreslås vara 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör få avvika från riktvärdet med ± 15 miljarder kronor. Amorteringstakten för 2006 och 2007 föreslås vara 25 miljarder kronor per år.

5.1.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i november 2003 att riktvärdet för Riksgäldskontorets amortering av valutaskulden under 2004 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 2005 och 2006 angav regeringen att den medelsiktiga inriktningen är 25 miljarder kronor per år.

5.1.2 Överväganden och förslag

Andel valutaskuld

Riksgäldskontoret genomförde i förslaget till riktlinjer 2001 en fördjupad analys av valutaskuldens egenskaper och roll i statsskulden. Slutsatsen var att andelen valutaskuld långsiktigt bör reduceras. Anledningen är främst att valutaskuld är förknippad med större risk än kronskuld. I de följande riktlinjebesluten har regeringen anslutit sig till kontorets slutsats.

Vid halvårsskiftet 2004 bestod statsskulden av omkring 26 procent valutalån, 15 procent reallån och resterande del nominella kronlån. Riksgäldskontoret har i årets riktlinjeförslag gjort en samlad bedömning av vilken sammansättning statsskulden långsiktigt bör ha. Bedömningen för valutaskuldens andel baseras på flera faktorer.

För det första är valutaskuld förknippad med växelkursrisk och är därför mer riskfylld än nominell kronskuld. Å andra sidan är valutaupplåning ett flexibelt instrument. Erfarenheterna visar att om lånebehovet ökar drastiskt kan det vara fördelaktigt att låna i utländsk valuta. Dels minskar det trycket på den inhemska marknaden, dels kan det ge kostnadsfördelar i den mån det stora lånebehovet pressar upp kronräntorna och försvagar kronan. För att staten ska ha utrymme att låna mycket i utländsk valuta vid en kris får dock valutaskulden inte vara alltför stor i utgångsläget.

Målet bör dock inte vara att avveckla valutaskulden. Valutaskulden bidrar till att diversifiera statsskulden. Genom inkludera valutaskuld i statsskulden minskar exponeringen mot den svenska räntan. Valutaskulden består av fem olika valutor. I och med att räntan i de olika länderna inte är perfekt korrelerade bidrar valutaupplåningen till att minska ränterisken i den totala statsskulden. För att dessa diversifieringseffekter ska vara märkbara bör valutaskulden inte vara alltför liten.

På kort sikt kan det också finnas vissa kostnadsfördelar med valutaskuld, under förutsättning att ränteskillnaden inte försvinner och kronans värde utvecklas gynnsamt. I den scenariomodell som presenteras i bilagan har vi beräknat att det i genomsnitt kostar omkring 0,8–1,5 miljarder kronor per år att minska andelen valutaskuld med 10 procentenheter. Det motsvarar omkring 2 procent av de ursprungliga räntekostnaderna.

Sammanfattningsvis är valet av riktvärde för valutaskuldens andel en avvägning mellan valutaskuldens positiva egenskaper och valutarisken. Riksgäldskontorets samlade bedömning är att en valutaskuldsandel kring 15 procent ger rimlig avvägning mellan dessa faktorer.

Amorteringstakt

Riksgäldskontoret har tidigare förespråkat en gradvis neddragning av valutaskulden. Riktlinjerna för amorteringstakten bör grundas på långsiktiga och strukturella överväganden. I fjolårets riktlinjebeslut angav regeringen att inriktningen för amorteringstakten 2005 och 2006 bör vara 25 miljarder kronor. Enligt Riksgäldskontoret mening har det inte tillkommit någonting som gör att amorteringstakten bör ändras. Riksgäldskontoret gör av samma skäl bedömningen att amorteringstakten för 2007 bör vara 25 miljarder kronor.

Även med en oförändrad amorteringstakt kommer det att dröja ett antal år innan statsskulden når den föreslagna valutaandelen på 15 procent. Vid oförändrad statsskuld (och om kronans värde är stabilt) kommer valutaandelen vid den föreslagna amorteringstakten att minska från 25 procent till i storleksordningen 20 procent vid utgången av 2007. Staten kommer således under ytterligare ett antal år att ha en valutaskuld som är större än den långsiktigt önskvärda. Det faktum att svensk ekonomi är förhållandevis stark gör dock att detta inte anses vara något problem. Bedömningen är i stället att den större andelen valutaskuld bidrar till att minska kostnaderna för statsskulden i och med att den internationella räntan för närvarande är lägre än den svenska.

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.

Sammanfattningsvis föreslår Riksgäldskontoret att riktvärdet för amorteringen av valutaskulden 2005 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. Amorteringstakten för 2006 och 2007 föreslås vara 25 miljarder kronor per år.

5.2 Realskuld

Riksgäldskontorets förslag: Andelen reallån i statsskulden bör långsiktigt öka. Vår bedömning är att andelen bör ligga kring 20–25 procent. Upplåningen bör vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

5.2.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i fjol att andelen reallån i statsskulden långsiktigt ska öka. Till skillnad från valutaskulden preciserades dock inget kvantitativt mål för vare sig 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.

5.2.2 Överväganden och förslag

Andelen realskuld

Grunden för de gällande riktlinjerna är slutsatsen att realupplåning bidrar till att minska risken i statsskulden. Detta beror på att en ökad realskuld bidrar till en mer diversi-

fierad statsskuld än om skulden bara består av nominella instrument. Risken för kraftiga variationer i räntekostnader minskar om skulden består av flera skuldslag.

De förväntade kostnaderna för real upplåning kan på principiella grunder antas vara lägre än för motsvarande nominell upplåning eftersom investerare torde vara villiga att betala en premie för skydd mot inflationsosäkerhet. Avkastningskravet är i så fall lägre på reala än på nominella lån. Staten kan således förväntas låna billigare genom att ta över inflationsrisk från allmänheten. Ju större osäkerhet som råder angående den framtida inflationen desto större är rimligen inflationsriskpremien. Den premie som staten kan tillgodoräkna sig genom att ta över inflationsrisk är därmed störst för obligationer med långa löptider.

När vi bedömer vilken andel realskuld som är rimlig på lång sikt är det ytterligare några faktorer som vi bör beakta. Realskulden bör vara tillräckligt stor för att realobligationsmarknaden ska ha tillfredsställande likviditet. Om andelen realobligationer ökas för mycket på bekostnad av den nominella kronskulden kan detta dock ge negativa effekter på likviditeten på den nominella kronmarknaden, vilket driver upp räntekostnaderna. Det är strategiskt viktigt att den nominella marknaden fungerar väl. Det är alltså denna marknad som fungerar som buffert vid kraftiga svängningar i lånebehovet.

Riksgäldskontoret samlade bedömning är att den reala skulden bör fortsätta öka till en andel kring 20–25 procent. Då blir realobligationsmarknaden tillräckligt stor för att bli likvid och andelen blir tillräckligt stor för att staten ska kunna tillgodogöra sig realskuldens diversifieringseffekter. I kombination med en fortsatt minskning av valutaskulden ger den föreslagna andelen samtidigt utrymme för en stor och likvid nominell obligationsmarknad.

Ökningstakt

Realupplåningen innefattar en avvägning mellan målet att minimera de förväntade kostnaderna och möjligheten att reducera risken. Det är därför viktigt att Riksgäldskontoret liksom tidigare ges möjlighet att bedöma marknadsläget och inte tvingas till att emittera realobligationer i lägen när de framstår som dyra jämfört med nominella obligationer.

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.

5.3 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.

5.3.1 Gällande riktlinjer

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

5.3.2 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. Genom att Riksgäldskontoret regelmässigt håller auktioner av både obligationer och statsskuldväxlar är det enkelt att i denna marknad hantera ändringar i bruttolånebehovet. Kronmarknaden fungerar därmed som en buffert vid svängningar i lånebehovet eller om planerna för de båda övriga skuldslagen skulle ändras.

5.4 Löptid

Riksgäldskontorets förslag: Riktvärdet för den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden föreslås sänkas till 2,5 år. Anpassningen till det nya riktvärdet bör ske gradvis under året. 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. Ett beslut att avvika från regeringens riktvärde bör hanteras som en position och utvärderas i marknadsvärdesterm. Riktlinjen för löptiden för nyemitterade realobligationer bör tas bort.

5.4.1 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.

5.4.2 Överväganden och förslag

Nominell kron- och valutaskuld

Slutsatsen i tidigare riktlinjeförslag har varit 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 i den nominella kron- och valutaskulden har bedömts som lagom.

Riksgäldskontoret har under senare år ökat andelen reallån i statsskulden. I förhållande till den nominella skulden är löptiden i den reala skulden mycket hög. Det har fått till följd att löptiden i den totala skulden har ökat. Denna utveckling kommer att fortsätta givet att realandelen ökar. Det innebär att risknivån i statsskulden minskar. Denna riskminskning kan användas för att ta något större risk i den övriga skuldförvaltningen och därmed minska de förväntade kostnaderna.

De konsekvensberäkningar som Riksgäldskontoret genomfört inför årets riktlinjeförslag visar att det är mer lönsamt att öka risken i skulden genom att minska durationen jämfört med att öka andelen valutaskuld. Att försäkra sig mot högre räntekostnader vid en krissituation genom att ha hög duration är dyrt. Det talar för att durationen bör förkortas.

Mot bakgrund av detta föreslår Riksgäldskontoret att durationen i den nominella kron- och valutaskulden bör sänkas. Riktmärket för durationen i den nominella kron- och valuta skulden bör vara 2,5 år. Med hänsyn till kronskuldens storlek i förhållande till marknaden bör anpassningen av durationen till det nya riktvärdet ske gradvis så att transaktionskostnaderna inte blir onödigt höga.

I förslaget till nytt riktvärde har vi inte tagit hänsyn till förväntade kortsiktiga ränterörelser. Riksgäldskontoret bedömer fortlöpande om ränteläget och ränteutsikterna är sådana att den genomsnittliga löptiden ska ändras. Riksgäldskontorets styrelse kan när som helst under året besluta om strategiska durationsavvikelser. Enligt gällande riktlinjer får Riksgäldskontoret vid fastställandet av riktmärkesportföljer besluta om en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt $\pm 0,3$ år från riktvärdet.

Även om det är notoriskt svårt att förutspå ränteutvecklingen så går det att konstatera att såväl svenska som internationella räntor är på historiskt låga nivåer. Det gör att man kan fundera på om det i dagsläget är lämpligt att minska durationen. Om Riksgäldskontoret bedömer att det är lämpligt att vänta med durationssänkningen är detta möjligt inom ramen för avvikelsetintervallet. Eventuella beslut att välja en annan löptid bör hanteras som en position och utvärderas i marknadsvärdesterm. Det är samma metod som användes för att utvärdera Riksgäldskontorets dollar-europosition

Sammanfattningsvis föreslår Riksgäldskontoret att riktmärket för durationen i den nominella kron- och valutaskulden bör sänkas till 2,5 år. Anpassningen till det nya riktvärdet bör ske gradvis under året. För 2006 och 2007 föreslås att löptiden i den nominella kron- och valutaskulden ska vara 2,5 år. Riksgäldskontoret bör liksom tidigare få besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt $\pm 0,3$ år från riktvärdet.

Real skuld

De gällande riktlinjerna för löptiden i realskulden säger att realupplåningen ska ha lång löptid. I riktlinjebeslut inför 2003 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 kostnadsskillnaden mellan korta och långa realobligationer i allmänhet är liten.

Riksgäldskontoret anser att valet av löptid bör styras av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk. Detta skulle ge ökade möjligheter att anpassa emissionerna till marknadens efterfrågan på ett ändamålsenligt sätt.

Riksgäldskontoret föreslår därför att begränsningen till obligationer med löptid längre än fem år tas bort. Realobligationens egenskaper gör ändå att den övervägande delen av emissionerna kommer att ske i långa löptider.

Bilaga: Statsskuldens kostnader vid extrema chocker

1 Inledning

Statsskuldsvårvaltnings övergripande mål är att minimera kostnaderna för statsskulden samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Det betyder att statsskulden måste vara sammansatt på ett sådant sätt att statsfinanserna kan klara olika krissituationer. Även om sannolikheten för en krissituation är förhållandevis liten måste det finnas marginaler för att hantera extrema chocker.

För att få en uppfattning om hur olika chocker påverkar räntebetalningarna för statsskulden har vi utvecklat en scenariomodell. Med hjälp av den kan vi beräkna hur stort genomsnitt en chock får på räntebetalningarna. Vi kan också räkna ut hur mycket skulden kostar i genomsnitt.

I modellen kan vi styra hur statsskulden finansieras och därigenom hur skuldportföljen är sammansatt. På så vis kan vi jämföra olika portföljer genom att sätta den långsiktiga kostnaden i relation till chockens genomsnitt på räntebetalningarna.

I nästa avsnitt presenterar vi de krisscenarier vi tittar på tillsammans med de olika skuldportföljerna. Vi redogör också för vilket tidsperspektiv vi har i beräkningarna. Därefter redovisar vi hur scenariomodellen är uppbyggd och vilka antaganden som ligger bakom beräkningarna. Slutligen presenterar vi resultat och slutsatser.

2 Krisscenarier och skuldportföljer

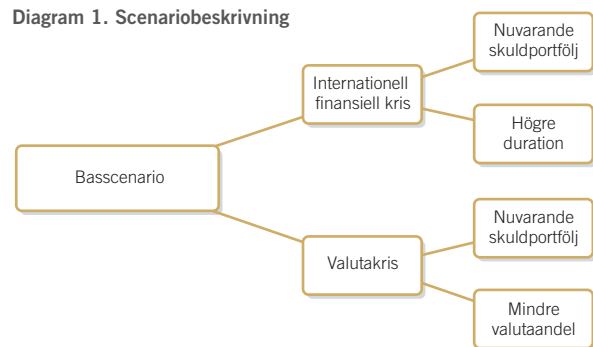
I beräkningarna tittar vi på två olika krisscenarier: en internationell finansiell kris och en valutakris. Den internationella finansiella krisen innebär att vi får en kraftig räntehöjning på den svenska och den internationella räntemarknaden. I valutakrisscenariot antar vi att kronan försvagas kraftigt. Båda scenarierna beskrivs utförligt i avsnitt 5.

När vi beräknar statsskuldens utveckling och kostnader utgår vi från statsskuldens nuvarande storlek och sammansättning. Det innebär att statsskulden är kring 1 230 miljarder kronor. Valutaskuldens andel är drygt 25 procent av den totala skulden och den reala skuldens andel är knappt 15 procent. Durationen i den nominella delen av skulden är 2,7 år.

Den nuvarande skuldportföljen jämförs sedan med två andra skuldportföljer. I det internationella finansiella krisscenariot jämförs den nuvarande portföljen med en skuldportfölj med högre duration. I valutakrisscenariot jämförs den med

en portfölj med en lägre andel valutaskuld. Jämförelseportföljerna skapas genom att vi ändrar emissionsstrategin så att skulden i genomsnitt uppnår de angivna egenskaperna. I diagram 1 ges en schematisk bild över de båda scenarierna.

Diagram 1. Scenariobeskrivning



Man kan se på de alternativa skuldportföljerna som ett sätt att försäkra sig mot en alltför stor kostnadsökning vid en eventuell chock. Detta kan i kombination med en bedömning av sannolikheten för respektive krissituationen hjälpa oss att avgöra vad som är en lämplig sammansättning av statsskulden.

En viktig fråga är vilket tidsperspektiv vi ska ha i beräkningarna. I tidigare riktlinjeförslag har vi diskuterat hur den demografiska utvecklingen kan komma att påverka den framtida statsskuldspolitiken. En intressant analys vore därför att undersöka hur statsskuldens kostnader påverkas av en chock som inträffar när de demografiska förändringarna slagit igenom och statsfinanserna står under betydande press.

Enligt Långtidsutredningen 2003/04 (SOU 2004:19) kommer statens finanser dock inte att bli ansträngda förrän 2030, dvs. om 25 år. Och det är först omkring 2045 som det primära lånebehovet beräknas växa dramatiskt. Detta är så långt fram i tiden att det inte skulle få några praktiska konsekvenser för statsskuldsvårvaltning i dag – det finns ingen anledning att redan nu ändra emissionsstrategi för att gardera oss mot effekterna av eventuella chocker om 25–40 år. Därför är det heller inte intressant att göra konsekvensberäkningar för ett sådant scenario.

En mer intressant analys är att undersöka vilka kostnader statsskulden kan medföra i ett medelfristigt perspektiv. Vi studerar därför effekterna av chocker som inträffar kring 2015. I nästa avsnitt presenterar vi scenariomodellen och de antaganden vi gör i analysen.

3 Scenariomodell

I scenariomodellen utgår vi från den faktiska skuldens storlek och sammansättning. Men vi gör också en del förenklande antaganden. För det första använder vi de nuvarande lånens kupongräntor för att räkna ut de framtida räntebetalningarna på den existerande skulden. Det innebär att vi bortser från eventuella över- och underkurser. För det andra betraktar vi de enskilda valutorna i valutaupplåningen som ett enda skuldsdrag. I utgångsläget beräknas den utländska räntan och växelkursen som ett vägt genomsnitt av existerande kupongräntor och växelkurser.

För att göra framskrivningar av statsskuldens utveckling och kostnader måste vi göra ytterligare några antaganden. Vi behöver nämligen ha information om utvecklingen hos några andra variabler. Dessa är:

- primärt lånebehov
- svenska och utländska räntor
- växelkurs

Det primära lånebehovet hämtar vi från Långtidsutredningens (LU:s) framskrivningar av svensk ekonomi fram till 2030.¹ LU:s framskrivningar baseras dock på relativt optimistiska antaganden om den framtida utvecklingen. Det kan därför vara intressant att göra en känslighetsanalys. Således studerar vi ett alternativscenario där vi antar att det primära lånebehovet utvecklas sämre. En närmare beskrivning av alternativscenario ges i avsnitt 4.1.

I beräkningarna håller vi räntor och växelkurser konstanta (åtminstone fram till dess att chockerna inträffar). Växelkursen antas vara densamma som i dag (TCW =124 per den 31 december 2003), medan räntan på nyupplåning ges av en standardiserad avkastningskurva för vart och ett av skuldslagen.

För att ta fram de standardiserade avkastningskurvorna måste vi göra vissa antaganden om de långsiktiga förhållandena på räntemarknaden. Vi måste dels specificera avkastningskurvans lutning och kurvatur, dels ange hur den nominella och reala kronräntan förhåller sig till räntan på den internationella marknaden. Dessa antaganden är kritiska för resultaten av konsekvensberäkningarna. I och med att vi inte vill att resultaten ska drivas av alltför starka antaganden om räntenivåer har vi eftersträvat att vara relativt försiktiga när vi specificerar avkastningskurvans lutning, räntedifferensen mot utlandet och inflationsriskpremien. Vi återkommer med en mer utförlig diskussion om dessa antaganden i avsnitt 4.

Det bruttolånebehov som varje år måste finansieras utgörs av förfallande lån, det primära lånebehovet och räntorna på statsskulden. Detta lånebehov fördelas på nominell kronskuld, real kronskuld och valutaskuld. Därefter bestämmer

vi i vilka löptider vi ska låna i. Modelltekniskt ger vi ut nya lån hela tiden, dvs. någon motsvarighet till de benchmarklån som finns i verkligheten finns inte i modellen. Det innebär att om vi väljer att ge ut t.ex. tioåriga obligationer, så emitterar vi en ny tioåring varje år. Detta skiljer sig från hur statskultsförvaltningen sköts i praktiken, men det förenklar beräkningarna och påverkar inte resultaten nämnvärt.

I nästa avsnitt presenterar vi våra antaganden om de ingående variablerna i mer detalj. Den som inte är så intresserad av detta kan gå direkt till resultaten i avsnitt 5.

4 Antaganden

Vi ska nu titta närmare på det primära lånebehovet och de antaganden vi gör angående avkastningskurvans lutning, räntedifferenser mot utlandet och inflationsriskpremien.

4.1 Primärt lånebehov

I konsekvensberäkningarna tittar vi på två olika scenarier för utvecklingen av det primära lånebehovet. I basscenariot antar vi att det primära lånebehovet utvecklas i enlighet med LU:s framskrivningar av lånebehovet. I detta scenario uppgår det primära lånebehovet till i genomsnitt -1,27 procent av BNP under perioden 2004–2030 (dvs. ett primärt överskott).

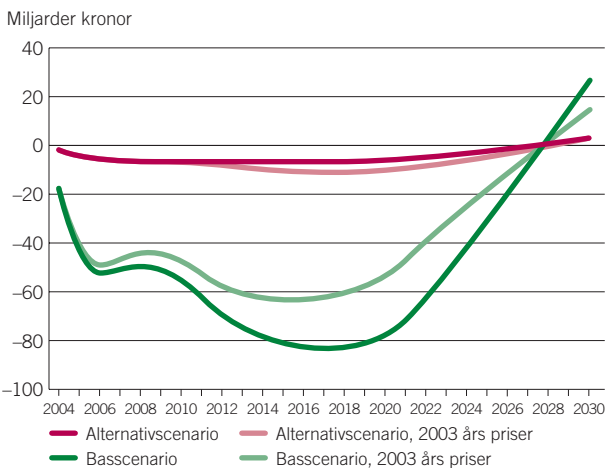
I alternativscenario antar vi att det primära lånebehovet utvecklas sämre än i basscenariot. För att få en alternativ bana av det primära lånebehovet justerar vi upp LU:s beräkningar proportionellt så att det genomsnittliga lånebehovet fram till och med 2015 uppgår till -0,22 procent av BNP (dvs. ett lägre primärt överskott jämfört med basscenariot). Detta är i nivå med Konjunkturinstitutets juniprognos för statens finansiella sparande 2004–2005. För hela perioden 2004–2030 uppgår det primära lånebehovet i genomsnitt till -0,16 procent av BNP.

Det primära lånebehovets utveckling i bas- respektive alternativscenario redovisas i diagram 2. I basscenariot är det primära lånebehovet -17 miljarder kronor 2004. Det innebär att statsbudgeten har ett överskott på 17 miljarder kronor innan räntorna på statsskulden är betalda. Därefter ökar de primära överskotten uttryckt i fasta priser fram till 2016. Överskottet uppgår då till 62 miljarder kronor. Efter 2016 minskar överskotten relativt snabbt för att 2027 övergå till ett underskott (dvs. ett positivt primärt lånebehov).

I alternativscenario kulminerar överskotten också 2016. Överskottet uppgår då till 8 miljarder kronor. Det är 54 miljarder kronor lägre än i basscenariot. Det bör noteras att även om det primära lånebehovet periodvis är negativt så utesluter det inte att nettolånebehovet är positivt till följd av stora räntebetalningar på statsskulden.

1) Vi beräknar det primära lånebehovet som förändringen av statsskulden minus räntorna på statsskulden.

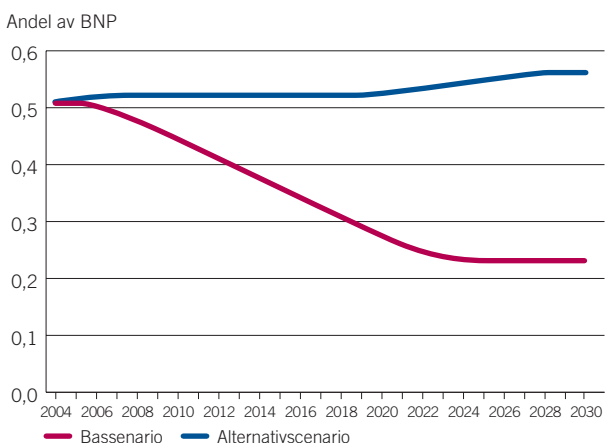
Diagram 2. Primärt lånebehov



Det kan vara intressant att sätta den statsfinansiella utvecklingen i bas- och alternativscenariot i relation till saldomålet för den offentliga sektorn. Vi kan då konstatera att utvecklingen i basscenariot, som följer LU:s kalkyler, är förenliga med målet om ett finansiellt sparande i offentlig sektor motsvarande 2 procent av BNP fram till 2015. Därefter uppgår det finansiella sparandet till 1,1 procent i genomsnitt. I alternativscenariot är den offentliga sektorns finansiella sparande fram till 2015 cirka 1,5 procentenheter lägre än i basscenariot och 0,3 procent lägre därefter.

Det primära lånebehovet har stor betydelse för stats-skuldens utveckling. I diagram 3 redovisas skulden i förhållande till BNP i vårt bas- respektive alternativscenario. I basscenariot sjunker skuldkvoten från 51 procent 2004 till 23 procent 2030. I alternativscenariot stiger däremot skuldkvoten 5 procentenheter – från 51 procent av BNP 2004 till 56 procent av BNP 2030.

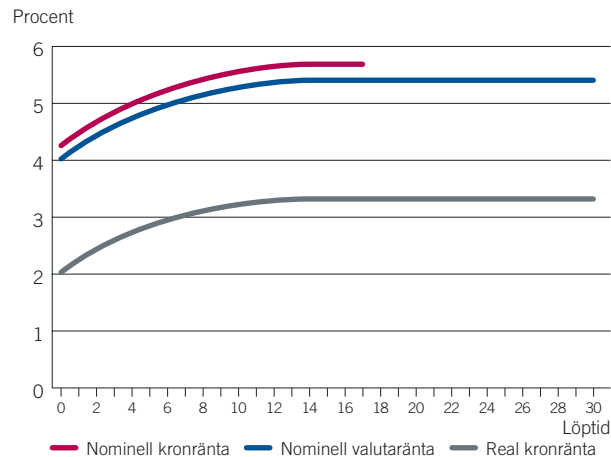
Diagram 3. Statsskuldens andel av BNP



4.2 Avkastningskurvan

I diagram 4 visar vi de standardiserade avkastningskurvor för den nominella kronrättan, reala kronrättan och valutarättan som vi använder i beräkningarna. Vi antar att avkastningskurvorna, med undantag för då ekonomin drabbas av chocker, har positiv lutning.

Diagram 4. Avkastningskurvan



Eftersom vi i första hand är intresserade av att jämföra räntekostnaderna för olika skuldportföljer, snarare än att beräkna den absoluta kostnaden för en viss portfölj, är den exakta nivån på avkastningskurvorna av mindre betydelse för våra beräkningar. Av större vikt är de antaganden vi gör om avkastningskurvans lutning, skillnaden mellan svensk och utländsk ränta samt den inflationsriskpremie som nominell upplåning antas vara förknippad med. Det beror på att de avgör hur ändringar i löptid respektive skuldandelar påverkar kostnaderna. Dessa antaganden är kritiska för resultaten av konsekvensberäkningarna.

För att resultaten inte ska drivas av orealistiska antaganden om avkastningskurvorna utgår vi från hur dessa sett ut historiskt och gör endast mycket försiktiga antaganden. Således antar vi att avkastningskurvan är relativt flack och att skillnaden mellan den svenska och den utländska räntan är relativt liten.

I de följande två avsnitten ger vi en mer detaljerad beskrivning av våra antaganden samt redovisar hur de svenska och utländska avkastningskurvorna sett ut historiskt och hur de förhållit sig till varandra.

Avkastningskurvans lutning

I tabell 1 presenterar vi skillnaden mellan 3-månadersräntan och 2-årsräntan, samt skillnaden mellan 2-årsräntan och 10-årsräntan för Sverige, Euroområdet och USA under perioden 1994–2004. Som jämförelse redovisar vi också räntedifferenserna i dagsläget (juli 2004), samt de antaganden vi gör i konsekvensberäkningarna.

Tabell 1. Avkastningskurvans lutning

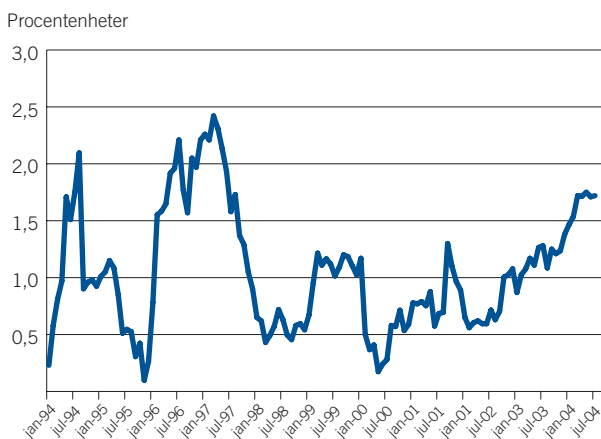
		3 mån–2 år	2 år–10 år
Sverige	jan 1994–juli 2004	0,64	1,05
	juli 2004	0,84	1,72
Euroområdet	jan 1994–juli 2004	0,36	1,35
	juli 2004	0,50	1,60
USA	jan 1994–juli 2004	0,80	0,89
	jan 1976–juli 2004	1,02	0,75
	juli 2004	1,31	1,86
Modellantagande	nominellt, Sverige	0,51	0,86
	realt, Sverige	0,25	0,69
	nominellt, utlandet	0,41	0,80

Källa: EcoWin och egna beräkningar

Som framgår av tabellen antar vi att avkastningskurvorna är relativt flacka. Skillnaden mellan 3-månadersräntan och 2-årsräntan i Sverige är satt till 50 punkter, och skillnaden mellan 2-årsräntan och 10-årsräntan till 90 punkter. Jämfört med hur ränteskillnaden har sett ut historiskt är detta lägre än genomsnittet sedan 1994.

I verkligheten kommer avkastningskurvorna periodvis att vara både brantare och flackare än vad vi antar här. Det framgår inte minst om man tittar på hur ränteskillnaden sett ut historiskt (se diagram 5). Vår ambition är dock att avkastningskurvan i modellen ska avspegla något slags normalförhållande på räntemarknaderna och att vi därmed med rimlig precision ska kunna analysera de långsiktiga effekterna av att förändra skuldens sammansättning och löptid.

Diagram 5. Avkastningskurvans lutning, 2 år–10 år, 1994–2004



Källa: EcoWin

Räntedifferens mot utlandet och inflationsriskpremie

Skillnaden mellan den svenska och den utländska räntan antas vara relativt liten. För den korta räntan antas skillnaden vara omkring 15 punkter, medan skillnaden vid längre löptider antas vara 30 punkter. Historiskt sett har ränteskillnaden varit större, men eftersom skillnaden har minskat under senare år väljer vi att avvika från historiska data. En ränteskillnad på mellan 15 och 30 punkter anser

vi dock kunna motiveras av att investerare fortfarande kräver en viss riskpremie för att placera i svenska kronor mot bakgrund av att Sverige historiskt sett haft högre inflation än omvärlden. Dessutom är den svenska marknaden mindre likvid än den internationella vilket också kan förklara en del av räntedifferensen. I tabell 2 redovisar vi den genomsnittliga ränteskillnaden mot utlandet under perioden 1994–2004 samt dagens räntedifferens.

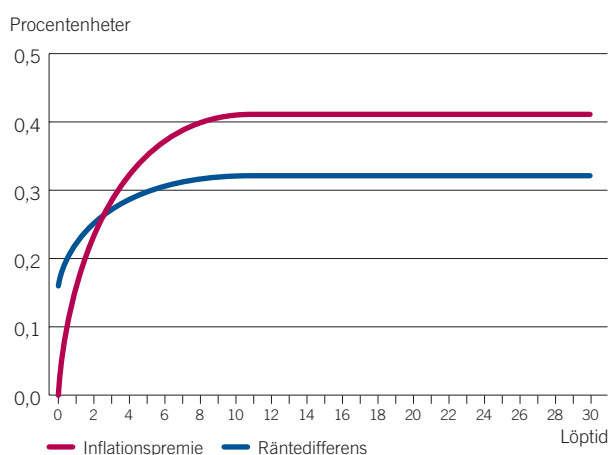
Tabell 2. Räntedifferens mot utlandet

	3 mån	2 år	10 år
Svensk ränta – Euroränta			
jan 1994–juli 2004	1,10	1,38	1,09
juli 2004	-0,12	0,21	0,34
Svensk ränta – USA-ränta			
jan 1994–juli 2004	0,74	0,59	0,75
juli 2004	0,67	0,19	0,05
Svensk ränta – TCW-ränta			
jan 1994–juli 2004	1,16	0,84	1,26
juli 2004	0,00	0,23	0,45
Antagande i beräkningarna	0,16	0,26	0,32

Källa: EcoWin och egna beräkningar

I diagram 6 illustreras skillnaden mellan den svenska och utländska räntan vid olika löptider. Vi visar dessutom den riskpremie som staten förväntas spara genom att emittera realobligationer. I modellen består den nominella räntan av tre komponenter: realavkastning, inflationsförväntan och en inflationsriskpremie. Genom att ge ut realobligationer tar staten på sig den inflationsrisk som nominella obligationer är förknippade med. Därmed slipper staten betala den inflationsriskpremie som investerare kräver för att investera i nominella obligationer. Även om bristande likviditet på realobligationsmarknaden kan verka i motsatt riktning räknar vi med att real upplåning, vid given löptid, långsiktigt är billigare än nominell upplåning. En vanlig uppskattning är att riskpremien ligger kring 0,5 procent. Vi har här valt att sätta riskpremien till 0,4 procent för realobligationer med långa löptider.

Diagram 6. Räntedifferens mot utlandet och inflationsriskpremie



5 Resultat

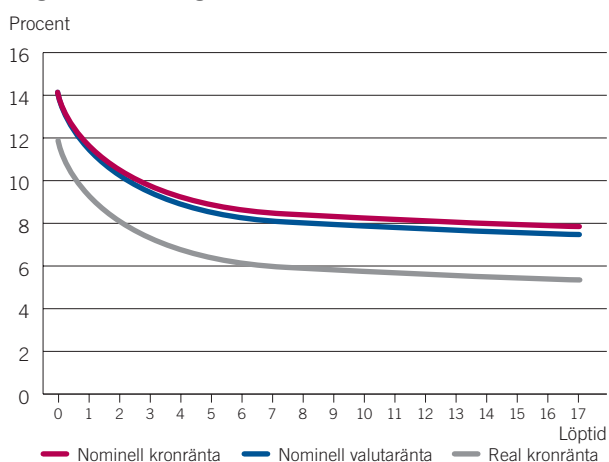
Det vi vill undersöka i konsekvensberäkningarna är vilket genomslag en chock har på räntebetalningarna för statskulden vid olika skuldsammansättningar. Samtidigt är vi intresserade av hur mycket respektive skuldportfölj kostar i genomsnitt. Man kan tänka på de alternativa skuldportföljerna vi studerar som ett sätt att försäkra sig mot en alltför stor kostnadsökning vid en eventuell chock. Anta till exempel att vi ökar durationen i statsskulden för att minska genomslaget av kraftiga ränteökningar (dvs. minska ränteomsättningsrisken). Vid en positiv lutande avkastningskurva kommer detta att ge upphov till en högre årlig räntekostnad. Å andra sidan skulle genomslaget av en räntechock bli mindre. Frågan är hur mycket vi är beredda att betala för detta.

I nästa avsnitt redovisar vi konsekvenserna av en internationell finansiell kris där de utländska och svenska räntorna antas stiga dramatiskt. I avsnitt 5.2 undersöker vi effekterna av en valutakris där den svenska kronan försämras markant mot utlandet. I båda fallen gör vi jämförelser mellan två olika skuldportföljer. Därefter upprepar vi beräkningarna i ett alternativscenariot där statsfinanserna utvecklas sämre än i basscenariot. Alla kostnader är uttryckta i fasta priser. För att räkna om kostnaderna till fasta priser använder vi BNP-deflatorn från långtidsutredningen. Samma deflator används i alla scenarier.

5.1 Internationell finansiell kris

I det första scenariot tänker oss en internationell finansiell kris där den korta räntan i omvärlden stiger med 10 procentenheter 2015. Räntehöjningen sprider sig sedan till de långa räntorna och den svenska räntemarknaden. I diagram 7 visas den initiala effekten på avkastningskurvorna.

Diagram 7. Avkastningskurvorna 2015 vid en räntekris



Räntechocken antas sedan successivt klinga av. Vi antar här att räntan följer en autoregressiv process med den auto-

regressiva parametern satt till 0,5 (AR 1, $\rho=0,5$). Det innebär att det tar omkring 5–6 år innan räntan har återvänt till sin ursprungliga nivå.

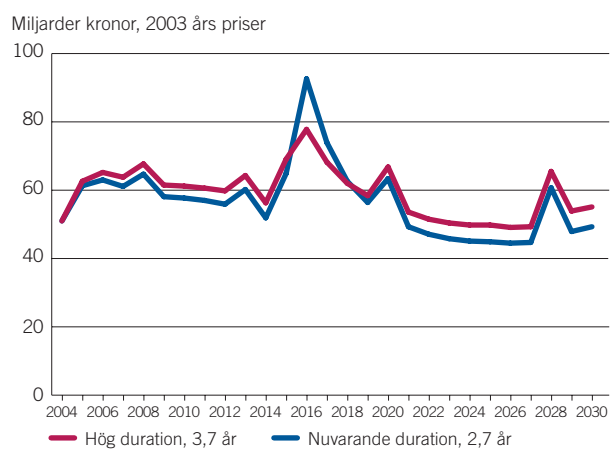
Hur stort genomslag räntechocken får på räntebetalningarna på statsskulden beror bl.a. på vilken löptid skulden har. En lång löptid ger låg ränteomsättningsrisk. Det innebär att en räntechock inte slår igenom lika mycket på kostnaderna. Anledningen är att endast en mindre del av skulden förfaller varje år. Därmed kommer en mindre del av skulden att refinansieras i ett läge där räntan är hög. Avkastningskurvan har dock generellt sett positiv lutning. Det innebär att ju längre löptid staten lånar till desto högre blir räntekostnaderna. Staten får alltså betala ett pris för att sänka ränteomsättningsrisken i statsskulden.

För att få en uppfattning om hur mycket det kostar att sänka ränteomsättningsrisken i statsskulden jämför vi den nuvarande skuldportföljen med en portfölj där löptiden (mätt som duration) i den nominella skulden är ett år längre. Vi kan tänka på kostnadsskillnaden mellan de båda skuldportföljerna som den premie vi får betala för att försäkra oss mot oväntade räntehöjningar. I nästa avsnitt presenterar vi resultaten för basscenariot. Därefter presenterar vi resultaten för alternativscenariot.

Internationell finansiell kris – basscenariot

När räntechocken träffar ekonomin 2015 ökar räntebetalningarna för statsskulden dramatiskt. Hur räntebetalningarna utvecklas visas i diagram 8.² Den streckade linjen visar räntebetalningarna för den nuvarande skuldportföljen, medan den heldragna linjen visar räntebetalningarna för portföljen med ett års längre duration. Jämför vi de båda linjerna ser vi att genomslaget av räntechocken är betydligt mindre i högdurationsportföljen. Å andra sidan är högdurationsportföljen generellt sett dyrare.

Diagram 8. Kostnad för statsskulden vid 10 procents räntechock, basscenariot



Från tabell 3 ser vi att räntebetalningarna 2016 uppgår till 49 miljarder kronor vid nuvarande duration i statsskulden.

² Det bör noteras att effekterna av räntechocken 2015 inte slår igenom förrän 2016. De spikarna som vi ser 2015, 2020 och 2028 beror på att de reallån som tagits upp före 2004 förfaller då och att staten i samband med detta betalar ut inflationskompensation på dessa lån.

Om räntan stiger med 10 procentenheter stiger räntebetalningarna till 93 miljarder kronor. Genomslaget av chocken är således 44 miljarder kronor. Studerar vi högdurationsportföljen ser vi att räntebetalningarna stiger från 53 till 78 miljarder kronor. Det motsvarar ett genomslag på 25 miljarder kronor.

Skillnaden i genomslag mellan de båda portföljerna är 19 miljarder kronor. Det innebär att staten, genom att förlänga durationen med ett år, kan minska det omedelbara genomslaget av ränteuppgången med 19 miljarder kronor.

Kostnaden för statsskulden påverkas även efter det år som räntechocken inträffar. Studerar vi genomslaget 2016–2020 ser vi att räntebetalningarna ökar med sammanlagt 110 miljarder kronor vid nuvarande duration. Med ett års högre duration ökar räntebetalningarna med 73 miljarder kronor. Genomslaget av räntechocken är således 38 miljarder kronor lägre i skuldportföljen med hög duration.

Tittar vi på den genomsnittliga årskostnaden för respektive strategi ser vi att kostnaden under perioden 2004–2030 uppgår till 50,1 miljarder kronor per år för den nuvarande portföljen och 54,4 miljarder kronor för högdurationsportföljen. Kostnaden för att minska ränteomsättningsrisken genom att förlänga durationen med ett år är således 4,3 miljarder kronor per år givet modellens antaganden. Det motsvarar omkring 9 procent av räntekostnaderna. Vi kan se på denna kostnad som den försäkringspremie staten skulle behöva betala för att minska genomslaget i räntebetalningarna vid en räntekris.

Sammanfattningsvis visar konsekvensberäkningarna att det är dyrt att försäkra sig mot högre räntekostnader vid en krissituation genom att höja durationen. Givet våra antaganden om avkastningskurvans lutning uppgår den genomsnittliga kostnaden för att förlänga durationen i skulden med ett år till 4,3 miljarder kronor per år. Det motsvarar omkring 9 procent av räntekostnaderna. Frågan är om det är värt att betala denna kostnad för att reducera risken.

En intressant övning är att sätta kostnaden i relation till de besparingar staten gör i genomslag på räntebetalningarna. Då ser vi det tar drygt fyra år innan staten har tjänat in skillnaden i genomslag 2016 genom att avstå från att försäkra sig. Annorlunda uttryckt uppgår försäkringspremien till cirka 25 procent av den omedelbara "skadan". Sett över perioden 2016–2020 tar det omkring nio år att tjäna in skillnaden.

Mot bakgrund av detta framstår försäkringspremien som relativt hög i förhållande till "skadan". Med tanke på att den kris vi studerar måste betraktas som synnerligen allvarlig och därmed relativt osannolik bedömer vi att det inte är befogat att minska omsättningsrisken i statsskulden genom att höja durationen.

Det bör poängteras att resultaten från konsekvensberäkningarna är beroende av vilka antaganden vi gör om de ingående variablerna och då i synnerhet av avkastningskurvans lutning. Men det är ändå intressant att notera att även med försiktiga antaganden om avkastningskurvans lutning

Tabell 3. Kostnad för statsskulden vid 10-procentig räntechock i basscenariot, 2003 års priser, miljarder kronor

	10-procentig räntechock		Basscenario	
	Hög duration	Nuvarande duration	Hög duration	Nuvarande duration
<i>Räntebetalningar</i>				
2016	77,8	92,6	53,0	48,8
2016–20	333,2	348,9	260,7	238,6
<i>Genomslag av räntechocken 2016</i>				
Nuvarande duration, 2,7 år				43,8
Hög duration, 3,7 år				24,8
Skillnad i genomslag				19,0
<i>Genomslag av räntechocken 2016–2020</i>				
Nuvarande duration, 2,7 år				110,3
Hög duration, 3,7 år				72,5
Skillnad i genomslag				37,8
<i>Genomsnittlig årskostnad</i>				
Nominell skuld	36,8	35,3	33,5	30,8
Real skuld	7,9	7,6	7,8	7,4
Valutaskuld	14,7	14	13,1	11,9
Totalt	59,4	56,9	54,4	50,1
<i>Försäkringspremie, skillnad i</i>				
genomsnittligt kostnad i basscenariot				4,3
Skillnad i genomsnittlig kostnad om chocken inträffar				2,5
<i>Genomsnittlig duration, år</i>				
Nominell skuld	4,0	3,0	4,0	3,0
Real skuld	9,3	9,4	9,2	9,3
Valutaskuld	3,0	2,0	3,0	2,0
Totalt*	3,7	2,7	3,7	2,7
<i>Genomsnittliga skuldandelar</i>				
Nominell skuld	0,60	0,61	0,60	0,60
Real skuld	0,14	0,14	0,15	0,15
Valutaskuld	0,25	0,25	0,25	0,25
Totalt	1,00	1,00	1,00	1,00

* Total duration i nominell kron- och valutaskuld.

så blir det långsiktigt billigare med en skuld med kort löptid också i det fall då ekonomin drabbas av räntechocken. Givet de antaganden vi gör i modellen kan de besparingar som staten gör under krisåren inte kompensera för de genomsnittligt högre kostnader som en högdurationsstrategi för med sig. Den genomsnittliga kostnadsskillnaden mellan högdurationsportföljen och den nuvarande portföljen givet att chocken inträffar uppgår till 2,5 miljarder kronor per år.

Internationell finansiell kris – alternativscenario

Om lånebehovet utvecklas sämre än i basscenariot kommer effekterna av en finansiell kris att bli större. Av tabell 4 framgår att genomslaget av räntechocken 2016 blir 69 miljarder kronor med den nuvarande skuldportföljen och 41 miljarder kronor med högdurationsportföljen. Genom att förlänga durationen i statsskulden med ett år kan staten följaktligen minska det omedelbara genomslaget av ränte-

chocken med 28 miljarder kronor. För perioden 2016–2020 är minskningen 57 miljarder kronor.

Samtidigt ökar dock kostnaden för att försäkra sig till följd av att statsskulden är större. I genomsnitt uppgår kostnaden för att förlänga durationen till 6,2 miljarder kronor per år. Detta är alltså den försäkringspremie som staten får betala för att förlänga durationen i skulden och därmed minska ränteomsättningsrisken.

Det är intressant att notera att även i detta scenario blir högdurationsstrategin dyrare än den nuvarande statskuldsportföljen också i det fall då vi drabbas av den finansiella krisen. Med andra ord, även om vi drabbas av den finansiella krisen kan den kostnadsbesparing vi gör under krisåren inte kompensera för de ökade kostnader som högdurationsstrategin för med sig. Den genomsnittliga kostnadsskillnaden mellan högdurationsportföljen och den nuvarande portföljen givet att chocken inträffar uppgår till 3,7 miljarder kronor.

Tabell 4. Kostnad för statsskulden vid 10-procentig räntechock i alternativscenariot, 2003 års priser, miljarder kronor

	10-procentig räntechock		Alternativscenario	
	Hög duration	Nuvarande duration	Hög duration	Nuvarande duration
<i>Räntebetalningar</i>				
2016	120,2	143,0	79,6	74,0
2016-20	555,6	581,3	426,6	395,4
<i>Genomslag av räntechocken 2016</i>				
Nuvarande duration, 2,7 år				69,0
Hög duration, 3,7 år				40,6
Skillnad i genomslag				28,4
<i>Genomslag av räntechocken 2016–2020</i>				
Nuvarande duration, 2,7 år				186,0
Hög duration, 3,7 år				129,0
Skillnad i genomslag				56,9
<i>Genomsnittlig årskostnad</i>				
Nominell skuld	59,3	56,8	53,4	49,3
Real skuld	11,7	11,4	11,3	10,9
Valutaskuld	23,3	22,4	20,5	18,8
Totalt	94,3	90,6	85,2	79,0
<i>Försäkringspremie, skillnad i genomsnittligt kostnad i alternativscenario</i>				
genomsnittligt kostnad i alternativscenario				6,2
Skillnad i genomsnittlig kostnad om chocken inträffar				3,7
<i>Genomsnittlig duration, år</i>				
Nominell skuld	4,0	3,0	4,0	3,0
Real skuld	10,4	10,7	10,5	10,7
Valutaskuld	3,0	2,0	3,0	2,0
Totalt*	3,7	2,7	3,7	2,7
<i>Genomsnittliga skuldandelar</i>				
Nominell skuld	0,60	0,60	0,60	0,60
Real skuld	0,15	0,15	0,15	0,15
Valutaskuld	0,25	0,25	0,25	0,25
Totalt	1,00	1,00	1,00	1,00

* Total duration i nominell kron- och valutaskuld.

Sammanfattningsvis bedömer vi att statens behov att försäkra sig mot räntechocker ökar om lånebehovet utvecklas mindre gynnsamt. Det beror dels på att de årliga räntekostnaderna redan från början är så stora att en räntechock skulle bli kännbar för statsfinanserna, dels på att effekten av räntechocken i sig är stor. Samtidigt visar analysen att det är dyrt förlänga durationen i skulden. Givet våra antaganden om avkastningskurvans lutning uppgår den genomsnittliga kostnaden för att förlänga durationen i skulden med ett år till 6,2 miljarder kronor per år. Sammantaget ändrar detta inte vår tidigare slutsats att durationen inte bör förlängas.

5.2 Valutakris

I nästa scenario studerar vi effekterna av en kraftig försvagning av den svenska kronan 2015. TCW-index antas stiga med 15 procent från 124 till 143. För att renodla effekten antar vi att kronförsvagningen är permanent. En sådan försvagning skulle t.ex. kunna ske om efterfrågan på svenska varor minskar så att den reala kronkursen försvagas. Den svenska och internationella räntan antas inte påverkas av deprecieringen.

Hur stort genomslag valutachocken får på räntebetalningarna på statsskulden beror främst på hur stor valutaskuld staten har. Vid en hög andel valutaskuld blir genomslaget av chocken större. För att få en uppfattning om vilka kostnader och risker som är förknippade med olika andelar valutaskuld jämför vi den nuvarande statsskuldsportföljen med en portfölj där valutaandelen är 10 procentenheter lägre.

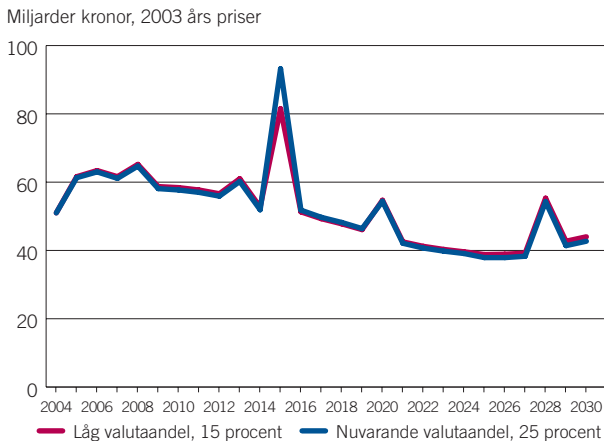
Det bör noteras att den lägre valutaandelen gör att durationen i den nominella skulden ökar trots att durationen i de enskilda skuldslagen är oförändrad. Det beror på att durationen i valutaskulden är lägre än i den nominella kronskulden.

I nästa avsnitt presenterar vi resultaten för basscenariot. Därefter presenterar vi resultaten för alternativscenariot.

Valutakris – basscenario

I diagram 9 visar vi hur räntebetalningarna på statsskulden utvecklar sig vid 25 respektive 15 procents valutaandel då kronan permanent deprecieras med 15 procent. Kostnadsskillnaden mellan de två upplåningsstrategierna är relativt liten. Vi ser dessutom att kostnadsökningen till följd av deprecieringen snabbt klingar av. Det är i princip endast under de första krisåren som vi får en signifikant högre kostnad med nuvarande valutaandel. Anledningen är att durationen är förhållandevis kort i valutaskulden. Det gör att merparten av valutakursförlusterna slår igenom första året.

Diagram 9. Kostnad för statsskulden vid 15 procents kronförsvagning, basscenario



Av tabell 5 framgår att räntebetalningarna 2015 uppgår till 65 miljarder kronor vid nuvarande andel valutaskuld i statsskulden. Om kronan försvagas med 15 procent stiger räntebetalningarna till 93 miljarder kronor. Genomslaget av chocken är således 28 miljarder kronor. Minskar vi valutaandelen ökar räntebetalningarna från 66 till 82 miljarder kronor. Det motsvarar ett genomslag på 16 miljarder kronor.

Genom att minska valutaandelen från 25 till 15 procent kan staten således minska det omedelbara genomslaget av kronförsvagningen med 13 miljarder kronor. På motsvarande sätt blir det sammanlagda genomslaget under perioden 2015–2019 18 miljarder kronor mindre.

Samtidigt är lågvalutaportföljen generellt sett något dyrare än den nuvarande portföljen. Mellan 2004 och 2030 uppgår den genomsnittliga kostnaden till 50,9 miljarder kronor för lågvalutaportföljen och 50,1 miljarder kronor för den nuvarande portföljen. Skillnaden är 0,8 miljarder kronor per år. Det motsvarar kring 2 procent av räntekostnaderna.

Sammanfattningsvis leder en lägre valutaandel givet våra antaganden till att genomslaget av kronförsvagningen 2015 blir 13 miljarder kronor lägre jämfört med nuvarande portfölj. Å andra sidan kostar detta staten 0,8 miljarder kronor mer per år. Sätter vi kostnaden i relation till den besparing staten gör i genomslag på räntebetalningarna ser vi att det tar 16 år innan staten har tjänat in skillnaden i genomslag genom att avstå från att försäkra sig. Det betyder att premien motsvarar omkring 6 procent av den omedelbara "skadan". Sett över perioden 2015–2019 tar det 22 år att göra motsvarande besparing.

Jämfört med räntekrisscenariot, där det tog fyra respektive nio år att tjäna in "skadan", framstår försäkringspremien i det här fallet som relativt låg i förhållande till "skadan". Givet att staten vill minska risken i statsskulden bedömer vi att det är mer kostnadseffektivt att göra detta genom att minska valutaandelen jämfört med att höja durationen.

Tabell 5. Kostnad för statsskulden vid 15 procents kronförsvagning i basscenariot, 2003 års priser, miljarder kronor

	15 procents kronförsvagning		Basscenario	
	Låg valutaandel	Nuvarande valutaandel	Låg valutaandel	Nuvarande valutaandel
<i>Räntebetalningar</i>				
2015	81,5	93,2	65,8	64,9
2015–19	276,0	289,4	254,8	250,5
<i>Genomslag av valutachocken 2015</i>				
Nuvarande valutaandel, 25 procent				28,3
Låg valutaandel, 15 procent				15,8
Skillnad i genomslag				12,5
<i>Genomslag av valutachocken 2015–2019</i>				
Nuvarande valutaandel, 25 procent				38,9
Låg valutaandel, 15 procent				21,2
Skillnad i genomslag				17,6
<i>Genomsnittlig årskostnad</i>				
Nominell skuld	36,0	30,9	35,9	30,8
Real skuld	7,5	7,4	7,5	7,4
Valutaskuld	8,4	13,6	7,5	11,9
Totalt	51,9	51,9	50,9	50,1
<i>Försäkringspremie, skillnad i genomsnittlig kostnad i basscenariot</i>				
Skullnad i genomsnittlig kostnad om chocken inträffar				0,8
<i>Genomsnittlig duration, år</i>				
Nominell skuld	3,0	3,0	3,0	3,0
Real skuld	9,4	9,3	9,4	9,3
Valutaskuld	2,0	2,0	2,0	2,0
Totalt*	2,8	2,7	2,8	2,7
<i>Genomsnittliga skuldandelar</i>				
Nominell skuld	0,70	0,60	0,70	0,60
Real skuld	0,15	0,15	0,15	0,15
Valutaskuld	0,15	0,25	0,15	0,25
Totalt	1,00	1,00	1,00	1,00

Anm: * Total duration i nominell kron- och valutaskuld

En annan aspekt som dock måste beaktas är att kronan också kan stärkas. I så fall skulle staten inte bara löpande tjäna pengar på att låna i utländsk valuta till följd av lägre utländska räntor, utan också göra kursvinster då valutaskuldens värde uttryckt i kronor minskar. Detta är något man måste ta hänsyn till när man funderar kring vilken valutaandel som är önskvärd.

Valutakris – alternativscenario

Om lånebehovet utvecklas sämre än i basscenariot blir genomslaget av valutakrisen avsevärt större. I tabell 6 framgår att genomslaget av kronförsvagningen är 42 miljarder kronor vid nuvarande valutaandel, och 24 miljarder kronor vid en andel på 15 procent. Lågvalutastrategin gör alltså att genomslaget av valutakrisen blir 19 miljarder mindre. Under perioden 2015–2019 blir de totala kostnaderna 26 miljarder kronor mindre vid den lägre valutaandelen.

Tabell 6. Kostnad för statsskulden vid 15 procents kronförsvagning i alternativscenariot, 2003 års priser, miljarder kronor

	15 procents kronförsvagning		Alternativscenariot	
	Låg valutaandel	Nuvarande valutaandel	Låg valutaandel	Nuvarande valutaandel
<i>Räntebetalningar</i>				
2015	112,5	129,6	88,6	87,3
2015–19	431,2	449,7	399,7	392,2
<i>Genomslag av valutachocken 2015</i>				
Nuvarande valutaandel, 25 procent				42,3
Låg valutaandel, 15 procent				23,9
Skillnad i genomslag				18,5
<i>Genomslag av valutachocken 2015–2019</i>				
Nuvarande valutaandel, 25 procent				57,5
Låg valutaandel, 15 procent				31,5
Skillnad i genomslag				26,0
<i>Genomsnittlig årskostnad i fasta priser, mdkr</i>				
Nominell skuld	58,4	49,4	58,3	49,3
Real skuld	10,9	10,9	10,9	10,9
Valutaskuld	12,6	21,2	11,3	18,8
Totalt	81,9	81,5	80,5	79,0
Försäkringspremie, skillnad i genomsnittlig kostnad i alternativscenariot				
				1,5
Skillnad i genomsnittlig kostnad om chocken inträffar				
				0,4
<i>Genomsnittlig duration, år</i>				
Nominell skuld	3,0	3,0	3,0	3,0
Real skuld	10,7	10,7	10,7	10,7
Valutaskuld	2,0	2,0	2,0	2,0
Totalt*	2,8	2,7	2,8	2,7
<i>Genomsnittliga skuldandelar</i>				
Nominell skuld	0,70	0,60	0,70	0,60
Real skuld	0,15	0,15	0,15	0,15
Valutaskuld	0,15	0,25	0,15	0,25
Totalt	1,00	1,00	1,00	1,00

Anm: * Total duration i nominell kron- och valutaskuld

Det större lånebehovet gör dock att priset för att minska valutaandelen och därmed försäkra sig mot valutakursför-luster också ökar. I genomsnitt uppgår den årliga kostnaden att minska valutaandelen till 1,5 miljarder kronor. Det innebär att det skulle ta omkring 13 respektive 17 år för staten att via lägre årliga kostnader tjäna in det större genomslaget 2015 respektive under perioden 2015–2019.

Sammanfattningsvis visar analysen att värdet av försäkringen är större om statsskuldutvecklingen är mindre gynnsam. Det beror dels på att de årliga räntekostnaderna redan från början är så stora att en valutachock skulle bli känbar för statsfinanserna, dels på att effekten av valutachocken i sig är stor. Samtidigt visar analysen att även kostnaden för försäkringen ökar. Detta ändrar dock inte vår tidigare slutsats.