



## Innehåll

Sammanfattning	2
Utgångspunkter för förslaget	4
Statsskuldens löptid	6
Byte av löptidsmått från duration till räntebindningstid	9
Riksgäldskontorets riskmandat för räntepositioner	11
Förslag till riktlinjer	12
Beslut som delegeras till Riksgäldskontoret	16
Bilaga: Riksgäldskontorets arbete med riktlinjer för andelsstyrning och ett samlat löptidsmått	18

# Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 2006–2008

# Innehåll

	Sammanfattning	2
1	Utgångspunkter för förslaget	4
1.1	Hittillsvarande analyser och slutsatser	4
1.2	Prioriteringar i arbetet med årets riktlinjeförslag	5
2	Statsskuldens löptid	6
2.1	Utgångspunkter	6
2.2	Analys av nuläge	6
2.3	Sammanfattning	8
3	Byte av löptidsmått från duration till räntebindningstid	9
3.1	Bättre styrning med räntebindningstid	9
3.2	Konvertering av durationsriktvärdet till räntebindningstid	10
4	Riksgäldskontorets riskmandat för räntepositioner	11
5	Förslag till riktlinjer	12
5.1	Valutaskuld	12
5.2	Realskuld	13
5.3	Nominell kronskuld	14
5.4	Löptid	14
6	Beslut som delegeras till Riksgäldskontoret	16
6.1	Fördelning av skulden mellan olika skuldslag	16
6.2	Riktmärkesportföljer för den nominella skulden	16
6.3	Mål för skuld- och marknadsvård	17
6.4	Sammanfattning	17
	Bilaga: Riksgäldskontorets arbete med riktlinjer för andelsstyrning och ett samlat löptidsmått	18
1	Andelsstyrning	18
2	Ett samlat löptidsmått	19

# Sammanfattning

I denna promemoria redovisar Riksgäldskontoret förslag till regeringen om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Utgångspunkten för förslaget är det lagstadgade målet för statsskultsförvaltningen, 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 till 15 procent. Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2006 föreslås sättas till 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör få avvika från riktvärdet med  $\pm 15$  miljarder kronor. Inriktningen för amorteringstakten för 2007 och 2008 föreslås vara 25 miljarder kronor per år.
- Andelen reallån i statsskulden bör långsiktigt öka till 20–25 procent. Ökningstakten 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 termer av räntebindningstid) i den samlade nominella kron- och valutaskulden föreslås sättas till 3,1 år. Det motsvarar det nuvarande riktvärdet på 2,5 års duration.
- Riksgäldskontoret bör få ta räntepositioner på maximalt 0,5 års duration.

Förslaget motsvarar i huvudsak gällande riktlinjer. En fråga som vi har analyserat särskilt i årets riktlinjeförslag är vilken löptid statsskulden ska ha. Vi pekar på att det finns tecken på att mer varaktiga förändringar i relationen mellan långa och korta räntor kan vara på väg. Vi anser dock att det finns skäl att avvakta med eventuella åtgärder för att kunna göra en mer välgrundad bedömning av förändringarnas karaktär. Dessutom bör det noteras att dagens ränteskillnad mellan kort och lång upplåning (upp till 10 år) inte kan sägas vara anmärkningsvärt låg sett i ett historiskt perspektiv, samt att fjolårets beslut att minska löptiden i skulden byggde på modellberäkningar där avkastningskurvan var något flackare än vad avkastningskurvan är i dag i segmenten upp till 10 år. Slutsatsen är att en oförändrad löptid framstår som det bästa alternativet i dagsläget.

En förändring som vi föreslår är att riktlinjerna för statsskulden löptid ska anges i termer av genomsnittlig räntebindningstid i stället för duration. Det innebär en återgång till det

löptidsmått som användes 1999. Riksgäldskontorets beräkningar visar att med en bibehållen fördelning mellan kort och lång upplåning enligt den låneplan som presenterades i juni prognosen så motsvarar det nuvarande durationsriktvärdet på 2,5 år ett riktvärde för den genomsnittliga räntebindningstiden på 3,1 år. Det kan jämföras med det riktvärde som gällde 1999 som var på 3,5 års räntebindningstid.

Det främsta motivet bakom förslaget att byta löptidsmått är att räntebindningstid är ett mer ändamålsenligt styrmått för statsskuldens löptid än duration, eftersom det inte påverkas av ändringar i marknadsräntorna. Det vi vill kontrollera med valet av löptid är ränteomsättningsrisken, dvs. risken för stora svängningar i kostnaderna för skulden. Det kan man göra genom att styra sammansättningen av kort och lång löptid. Sett i ljuset av detta är det därför mer ändamålsenligt att ha ett styrmått som inte påverkas av ändringar i räntorna. Då påverkas inte vår lånestrategi av ändringarna och sammansättningen av kort och lång löptid blir densamma oavsett ränteläge.

En annan fördel med att byta löptidsmått är att det leder till en tydligare koppling mellan våra upplåningsplaner och våra lånebehovsprognoser eftersom ändringar i marknadsräntan inte längre påverkar upplåningen. Således kommer ett ökat lånebehov leda till större volymer i obligationsemissionerna, medan ett minskat lånebehov leder till mindre volymer. I dagsläget är detta inte givet. I dag kan exempelvis ett ökat lånebehov i kombination med sjunkande räntor innebära att emissionsvolymerna i obligationer sänks. Anledningen är att durationen ökar i skulden då räntan sjunker, vilket måste kompenseras genom att minska löptiden i upplåningen, dvs. minska obligationsemissionerna till förmån för en ökad upplåning i statsskuldväxlar.

Om löptidsmålet ändras från duration till räntebindningstid är det inte längre lämpligt att Riksgäldskontorets mandat att ta räntepositioner uttrycks i termer av avvikelser från riktvärdet. Det bör i stället anges i termer av duration precis som tidigare. Anledningen är att duration är ett mer ändamålsenligt mått på *ränterisken* i en position, eftersom det inte bara är ett mått på löptiden i positionen utan även ett mått på hur räntekänslig positionen är (dvs. hur mycket värdet på positionen förändras om räntan ändras).

Regeringens riktlinjer för statsskuldens löptid kan därmed delas upp i två delar. I den första delen anges riktvärdet för den genomsnittliga räntebindningstiden i den nominella kron- och valutaskulden. I den andra delen anges hur stort riskmandat Riksgäldskontoret har i termer av duration. Med en sådan uppdelning tydliggörs skillnaden mellan den

övergripande styrningen av statsskulden och de strategiska och taktiska positioner som Riksgäldskontoret har rätt att ta för att minska kostnaderna för skulden. Statens upplåning och skuldförvaltning kommer därmed att styras av riktlinjer som är anpassade för de båda verksamheternas olika ändamål.

Avslutningsvis redovisar vi arbetet med att ta fram ett system för hur skuldandelarna ska styras när de nått sina angivna riktvärden, samt arbetet med att utforma ett samlat löptidsmätt och ett styrsystem för detta. Vi avser att återkomma till frågorna i nästa riktlinjeförslag.

# 1. Utgångspunkter för förslaget

I denna promemoria redovisar Riksgäldskontoret förslag till övergripande riktlinjer för statsskuldsförvaltningen i enlighet med bestämmelserna i instruktionen för Riksgäldskontoret (1996:311). Förslaget utgår från målet i 5 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning, 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 vi för utgångspunkterna för förslaget. Dels presenteras viktiga slutsatser och ställningstaganden i tidigare års riktlinjebeslut, dels redovisas de prioriteringar som gjorts i årets riktlinjeförslag.

## 1.1 Hittillsvarande analyser och slutsatser

### 1.1.1 Kostnads- och riskmått

Eftersom den framtida utvecklingen av såväl räntor och växelkurs som statsfinanserna är okänd måste regeringens riktlinjebeslut för statsskuldsförvaltningen fattas under osäkerhet. Statsskuldsförvaltningen måste därför struktureras så att det finns marginaler att klara negativa överraskningar. Denna ståndpunkt avspeglas i det lagstadgade målet för statsskuldsförvaltningen som säger att statsskulden ska förvaltas så att kostnaderna för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Riktlinjebeslutet omfattar således en avvägning mellan skuldens förväntade 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 *variationen i den genomsnittliga emissionsräntan*, vilket ger ett mått på risken för stigande emissionsräntor. Den genomsnittliga emissionsräntan bör även användas vid utvärdering av statsskuldsförvaltningen.

I beslutet angav regeringen också att risken i statsskuldsförvaltningen även bör mätas som *skuldportföljens bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden*. Detta kan ses som ett kompletterande reellt mått till det nominella riskmålet ovan. Inspirationen till detta riskmått har hämtats från den s.k. Asset and Liability Management (ALM)-teorin, 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 skulden struktureras så att räntekostnaderna samvarierar med budgetsaldot (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 som har höga kostnader i ett sådant läge.

### 1.1.2 Statsskuldens sammansättning och löptid

#### *Skuldens sammansättning*

Riksgäldskontoret har i tidigare riktlinjeförslag stegvis analyserat frågan om statsskuldens sammansättning. Vid halvårsskiftet 2005 bestod statsskulden av omkring 25 procent valutalån, 16 procent reallån och resterande del nominella kronlån. Riksgäldskontorets förordade i fjolårets riktlinjeförslag att valutaskulden långsiktigt bör minska till 15 procent, medan realandelen långsiktigt bör öka till 20–25 procent. Bedömningen grundas på flera faktorer.

För valutaskulden är utgångspunkten att valutaskuld är mer riskfylld än nominell kronskuld eftersom den är förknippad med växelkursrisk. Valutaupplåning är dock ett flexibelt instrument. Erfarenheterna från 1990-talet visar att om lånebehovet ökar kraftigt 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 eventuell kris får dock valutaskulden inte vara alltför stor i utgångsläget.

Men det finns även argument som talar för att det är bra med en viss andel valutaskuld. Upplåning i flera valutor minskar ränteomsättningsrisken 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. En viss andel valutaskuld kan därför vara motiverad.

För realskulden är argumentet att den bidrar till en mer diversifierad statsskuld än om skulden bara bestod av nominella instrument. Det gör att risken för kraftiga variationer i räntekostnaderna minskar. Realobligationer bör även på sikt vara något billigare än motsvarande nominella obligationer eftersom investerare kan antas vara villiga att betala en premie för skydd mot inflationsosäkerhet. Detta motverkas dock delvis av att realupplåningen är förknippad med en likviditetspremie.

Regeringen anslöt sig i fjolårets riktlinjebeslut till Riksgäldskontorets bedömning och angav att valutaskulden långsiktigt ska minska till 15 procent och att amorterings-takten för 2005 ska vara 25 miljarder kronor. Regeringen beslutade också att andelen reallån långsiktigt ska öka till 20–25 procent, men att ökningstakten måste vägas mot efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

#### Skuldens löptid

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 i nominella termer.

I fjolårets riktlinjeförslag förordade Riksgäldskontoret en sänkning av durationsriktvärdet från 2,7 till 2,5 år. Som motiv för förslaget pekade vi på att risknivån i statsskulden har minskat. Anledningen är dels att den *samlade* löptiden i skulden har stigit till följd av att andelen realobligationer har ökat, dels att andelen valutaskuld har minskat. Eftersom detta är en utveckling som dessutom väntas fortsätta i ytterligare några år var bedömningen att det finns utrymme att sänka durationen i den nominella skulden något för att på så vis sänka de förväntade kostnaderna samtidigt som risken hålls på önskad nivå.

Regeringen anslöt sig i fjolårets riktlinjebeslut till Riksgäldskontorets bedömning och angav att riktvärdet för durationen i den nominella kron- och valutaskulden ska sänkas från 2,7 till 2,5 år. Dessutom beslutade regeringen att inriktningen för 2006 och 2007 ska vara oförändrad duration.

#### Känslighetsanalys

I fjolårets riktlinjeförslag utvecklade Riksgäldskontoret en scenariomodell för att undersöka hur räntebetalningarna på statsskulden påverkas av externa påfrestningar, som t.ex. en valutakris eller en räntechock. Genom att modellen fångar hela statsskulden ger den möjlighet till den typ av riskavvägning som låg bakom fjolårets riktlinjeförslag, där en ökad realandel och en minskad valutaandel sammantaget gav utrymme att sänka löptiden något.

Den slutsats som Riksgäldskontoret drog från scenarioräkningarna var att bästa sättet att rusta för en krissituation är att reducera statsskuldens storlek. Riksgäldskontoret kunde också konstatera att det är billigare att minska risken i statsskulden genom att minska andelen valutaskuld än att förlänga löptiden i skulden.

Scenarioräkningarna visade nämligen att även om de svenska statsfinanserna är känsliga för kraftiga ränteuppgångar, så är det kostsamt att försäkra sig mot detta genom att förlänga skuldens löptid – även med en relativt flack avkastningskurva. Kostnaderna för att minska andelen valutaskuld framstod däremot som ganska låga i förhållande till det genomslag en valutakris skulle ha på statsfinanserna.

## 1.2 Prioriteringar i arbetet med årets riktlinjeförslag

Riksgäldskontoret har i årets riktlinjeförslag haft i uppdrag att göra en mer ingående analys av hur fluktuationsintervall kring skuldandelarnas riktvärden bör utformas, samt hur ett samlat löptidsmått för hela statsskulden bör definieras och hanteras. De inledande undersökningarna visar att frågorna är komplexa och att mer tid behövs för att utreda de operativa konsekvenserna av frågorna. Riksgäldskontoret avser därför att återkomma till frågorna i nästa riktlinjeförslag. För en kort sammanfattning av årets arbete hänvisas till bilagan i slutet av detta dokument.

Frågan om ett samlat löptidsmått har föranlett en förnyad analys av vad som är ett *ändamålsenligt styrmått för löptiden*. I avsnitt 3 argumenterar vi för att riktlinjerna för statsskulden löptid bör anges i termer av genomsnittlig räntebindningstid i stället för duration. Det innebär en återgång till det löptidsmått som användes 1999.

I samband med detta har vi även sett över riktlinjerna för Riksgäldskontorets mandat att ta *positioner på räntemarknaderna*. I de gällande riktlinjerna anges riskmandatet i termer av avvikelser från riktvärdet. Det innebär att det uttrycks i termer av duration. Vi förordar att riskmandatet även i fortsättningen anges i termer av duration. Det bör dock noteras att riskmandatet i så fall inte längre kan uttryckas som en avvikelse från riktvärdet om detta ändras från duration till räntebindningstid.

En annan fråga som vi återvänder till i årets riktlinjeförslag är vilken *löptid* statsskulden bör ha. Slutsatsen är att det i nuläget inte finns skäl att ändra riktvärdet för löptiden.

Promemorian är organiserad som följer: I nästa avsnitt analyserar vi frågan om vilken löptid statsskulden bör ha. I avsnitt 3 diskuterar vi vad som är ett ändamålsenligt styrmått för löptiden. I avsnitt 4 diskuterar vi hur Riksgäldskontorets mandat för räntepositioner bör uttryckas och i avsnitt 5 presenterar vi vårt förslag till riktlinjer. Promemorian avslutas med en genomgång av de beslut som regeringen delegerar till Riksgäldskontoret.

## 2. Statsskuldens löptid

I det här avsnittet återvänder Riksgäldskontoret till frågan om vilken löptid statsskulden bör ha. Vi undersöker om det finns skäl att ändra på det nuvarande riktvärdet mot bakgrund av utvecklingen på räntemarknaderna. I synnerhet tittar vi på det mer långsiktiga förhållandet mellan korta och långa räntor. Det aktuella ränteläget berörs även avslutningsvis. Sammanfattningsvis finner vi inga skäl att föreslå en förändring av riktvärdet för statsskuldens löptid.

### 2.1 Utgångspunkter

Som grundhypotes för valet av löptid finns det skäl att anta att ju kortare löptid skulden har, desto lägre är de förväntade kostnaderna. Det beror på att avkastningskurvor i genomsnitt har positiv lutning. Men med kort löptid måste stora delar av skulden refinansieras varje period till aktuell ränta, vilket gör räntekostnaderna mer variabla. Det finns således en tydlig avvägning mellan förväntad kostnad och risk. Löptidsvalet kan därför ses som en nyckelfråga i statsskuldspolitiken, där statens syn på risk på ett eller annat sätt måste komma till uttryck.

I fjolårets riktlinjebeslut sänkte regeringen riktvärdet för den genomsnittliga löptiden (mätt i termer av duration) i den nominella skulden från 2,7 till 2,5 år. Beslutet följde Riksgäldskontorets förslag. Som motiv för förslaget pekade vi bl.a. på att den samlade löptiden i skulden stigit till följd av att andelen realobligationer ökat. Även minskningen i valutaandelen och det faktum att skuldkvoten fallit nämndes som skäl för att det fanns utrymme att ta något större risker i den nominella skulden. Syftet var således att sänka de förväntade långsiktiga kostnaderna inom ramen för en fortsatt väl avvägd risknivå i statsskulden som helhet.

### 2.2 Analys av nuläge

#### 2.2.1 Avkastningskurvas långsiktiga egenskaper

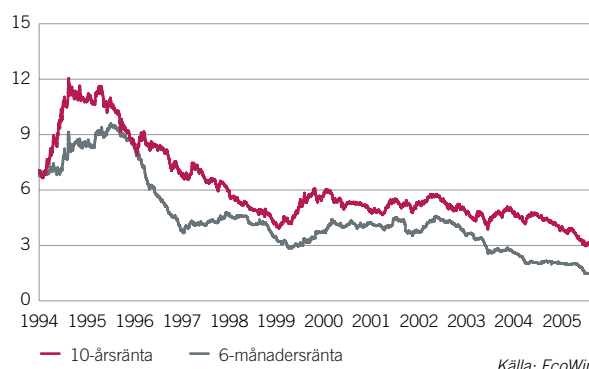
Utvecklingen på räntemarknaden har varit händelserik under det gångna året. Både korta och långa räntor har sjunkit till historiskt låga nivåer. Trots att långa räntor fallit mer än korta gäller alltså att avkastningskurvan har positiv lutning, dvs. de direkta kostnaderna för kort upplåning är klart lägre än för lång upplåning. Den grundläggande bedömning om kostnadsförhållandena som låg bakom fjolårets beslut att korta löptiden är således fortsatt giltig, även om skälen möjligen har försvagats.

Ränteutvecklingen gör dock att det finns skäl att fråga sig om det skett – eller kan komma att ske – en *långsiktig förändring i relationen mellan korta och långa räntor*. Det finns bl.a. faktorer som talar för att efterfrågan på långa (nominella) obligationer har ökat och/eller kommer att öka. Det skulle kunna leda till varaktigt lägre avkastningskrav på långa placeringar och en i genomsnitt flackare avkastningskurva än vad som varit vanligt under tidigare perioder. Från statens synpunkt skulle det innebära att det blir mindre kostsamt än tidigare att minska risken genom att ge ut mer långa obligationer, vilket – som enskild faktor – skulle kunna motivera en långsiktig förlängning av löptiden i statsskulden.

Kärnfrågan här är i vad mån staten vill ta på sig en mer kostnad – vilket det blir så länge kurvan har positiv lutning – för att sänka risknivån. Det är en bedömning som slutligen måste göras av regeringen, men Riksgäldskontoret redovisar nedan sin syn på de bakomliggande förutsättningarna.

De svenska långräntorna har under 2005 fallit till lägre nivåer än vad som observerats på många decennier. Även korta räntor är dock lägre än tidigare, vilket gör att skillnaden mellan räntan på tioåriga och sexmånaders statspapper inte nämnvärt avviker från de senaste årens genomsnitt (se figur 1 och 2). Kort upplåning är således även nu billigare än lång.

Figur 1. SVENSKA TIOÅRS- OCH SEXMÅNADERSRÄNTOR, 1994 – 2005  
Procent



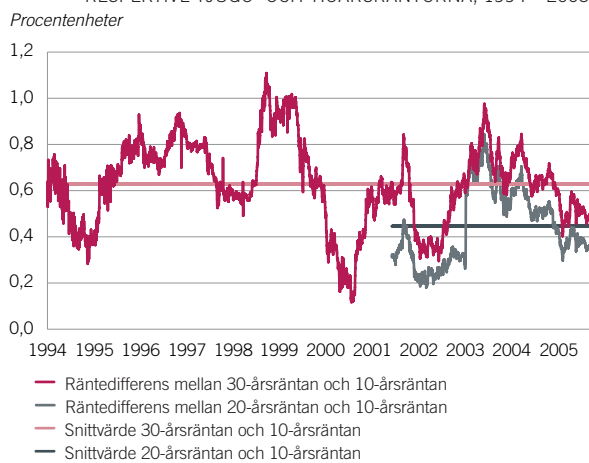
Dock finns en del som talar för att räntor på löptider på tjugo år och däröver är relativt sett lägre än tidigare, dvs. att avkastningskurvan är flackare än normalt i det mycket långa segmentet. Så är det t.ex. i Tyskland (se figur 3).

En faktor som skulle kunna tala för en flackare kurva även på längre sikt är att försäkringsbolag med långsiktiga pensionsåtaganden, till följd av ändrade regler och erfarenheter av de problem som bristande matchning kan ge, väntas

Figur 2. RÄNTEDIFFERENS MELLAN SVENSKA TIOÅRS- OCH SEXMÅNADERSRÄNTORNA, 1994 – 2005



Figur 3. RÄNTEDIFFERENS MELLAN TYSKA TRETTIOÅRSRÄNTOR RESPEKTIVE TJUGO- OCH TIOÅRSRÄNTORNA, 1994 – 2005



vilja hålla mer obligationer. Det skulle leda till ökad efterfrågan på långa obligationer, framför allt nominella eftersom bolagens åtaganden i allmänhet är nominellt bestämda. Ökad efterfrågan leder till lägre räntor. Osäkerhet råder dock om hur stora omplaceringar som kan bli aktuella, bl.a. därför att arbetet med regelverket och dess tillämpning ännu inte är färdigt. En viktig faktor för utvecklingen av den svenska räntemarknaden är t.ex. på vilka villkor tillgångar i utländsk valuta kan användas för att matcha åtaganden i kronor.

Mer precist behöver man svara på frågan om relationen mellan korta och långa räntor har ändrats på ett mer bestående sätt så att den genomsnittliga skillnaden mellan korta och långa räntor, under t.ex. en hel räntecykel, har blivit lägre. Riksbankens reporänta är för närvarande mycket låg. Avkastningskurvan har under den senaste tioårsperioden varit som brantast under perioder då reporäntan varit låg. Jämfört med tidigare perioder kan man således konstatera att avkastningskurvan för närvarande är ovanligt flack med hänsyn till att vi har så låga styrräntor.

Så länge avkastningskurvan har positiv lutning handlar det strategiska valet av löptid i statsskulden om att väga för-

väntad kostnad mot risk; ju längre löptid, desto högre kostnad och desto lägre ränteomsättningsrisk. Därmed gäller också att ju flackare kurvan är, desto lägre är merkostnaden för att reducera risken. Allt annat lika, och i synnerhet under antagandet att statens syn på avvägningen mellan kostnad och risk inte har ändrats, skulle således en flackning av kurvan i den långa delen kunna motivera att staten förlänger skuldens löptid.

Enligt vår bedömning talar de förändringar som hittills inträffat för att det blivit billigare att minska risken genom en förlängning av löptiden i den nominella skulden. Bedömningen är emellertid osäker eftersom observationstiden är så pass kort och t.ex. effekterna av den pågående förändringen av regelverket för livbolagen ännu inte är överblickbara.

Frågan är också om den eventuella långsiktiga förändringen är av den storleksordningen att den i sig föranleder en långsiktig ändring av löptiden i statsskulden. Ränteskillnaden mellan kort och lång upplåning (upp till 10 år) är inte anmärkningsvärt låg, sett i ett längre perspektiv (se tabell 1). Inte heller är den lägre än de modellantaganden vi gjorde i fjolårets scenarioräkningar, vilka låg till grund för regeringens beslut att förkorta löptiden i skulden. Att enbart jämföra dagens avkastningskurva med dess utveckling under det senaste året kan ge en missvisande bild av de överväganden vi gjort i tidigare riktlinjeförslag. Riksgäldskontoret är därför inte berett att i nuläget förorda en förlängning av riktvärdet för löptiden.

Tabell 1. Avkastningskurvans lutning, procentenheter

	2 år–3 mån.	10 år–2 år	15 år–10 år
2004-09-07	0,85	1,59	
2005-09-07	0,54	0,97	0,11
Genomsnitt: jan 94 - sept 05	0,68	1,03	-
Genomsnitt: maj 98 - maj 00	-	-	0,24
Genomsnitt: jan 05 - sept 05	-	-	0,13
Genomsnitt av båda perioderna ovan	-	-	0,22
<i>Tyska räntor</i>			
20-10 år: snitt juni 01 - sept 05	-	-	0,45
20-10 år: 2005-09-07	-	-	0,37
Modellantaganden	0,51	0,86	0,17

Källa: EcoWin och egna beräkningar

Om den långa delen av avkastningskurvan varaktigt och tydligt får en flackare eller t.o.m. negativ lutning framöver, t.ex. mer börjar likna den som präglade den brittiska statspappersmarknaden där räntor på mycket långa obligationer under en följd av år varit lägre än på fem- och tioåriga, kan det finnas möjlighet att sänka ränteomsättningsrisken till låg eller ingen kostnad. Även då krävs dock en noggrann analys. Det kan exempelvis hända att kurvan återgår till att ha positiv lutning och att korträntorna då hamnar under den nivå på långa räntor som staten bundit till. Det är således inte givet att staten ska ge ut långa obligationer ens om långa räntor är lägre än korta.



Beroende på hur de nya reglerna på försäkringsområdet kommer att utformas och hur bolagen väljer att agera kan sådana mer markanta förändringar komma att ske i framtiden. I Riksgäldskontorets uppdrag ingår att följa ränteutvecklingen och att uppmärksamma regeringen på ändrade förhållanden, minst en gång per år i samband med riktlinjeförslaget. Det finns anledning att påpeka att givet att diskussionen här rör *varaktiga* förändringar i avkastningsförhållandena, är det inte av avgörande betydelse att en eventuell anpassning sker snabbt.

Vidare bör det noteras att statens syn på avvägningen mellan kostnad och risk inte kan antas vara konstant över tiden. Statsskuldens storlek är en faktor som påverkar riskbenägenheten. Om dessutom räntorna är låga, blir statsskuldens betydelse för statsfinanserna som helhet mindre. Det ger utrymme att ta något större risker i syfte sänka de förväntade kostnaderna. Det innebär bl.a. att en varaktigt flackare avkastningskurva inte självklart betyder att staten ska ta tillfället i akt att sänka risknivån. Effekten av att kostnaden för att försäkra sig fallit kan mer än uppvägas av att behovet att försäkra sig har minskat. Exemplet illustrerar att komplexa kvalitativa bedömningar är viktiga element i en väl avvägd statsskuldspolitik.

### 2.2.2 Det aktuella ränteläget

Det finns också anledning att diskutera hur löptiden bör hanteras i ett mer kortsiktigt perspektiv även om utgångspunkten för riktlinjediskussionen ska vara den mer långsiktiga avvägningen mellan kostnader och risk.

Regeringen har gett Riksgäldskontoret mandat att välja riktvärden för den nominella kron- och valutaskulden inom ett intervall på  $2,5 \pm 0,3$  år. Ett beslut att avvika från 2,5 år ska hanteras som en position och i första hand bygga på en bedömning av det aktuella ränteläget i förhållande till den långsiktiga ränteutvecklingen och ska primärt utvärderas i marknadsvärdestermerna. Det är samma princip som användes för att utvärdera den strategiska valutapositionen i dollar som Riksgäldskontoret hade 2001–2003.

Ansvarsfördelningen mellan Riksgäldskontoret och regeringen innebär att det är Riksgäldskontoret som har till uppgift att löpande följa och anpassa sitt agerande till ränteutvecklingen. Regeringens riktlinjer har ett längre tidsperspektiv och ska framför allt ge uttryck för synen på avvägningen mellan kostnad och risk, även om det inte utesluter att regeringens riktlinjebeslut i vissa fall påverkas av aktuella marknadsförhållanden.

Riksgäldskontoret har hittills inte tagit någon strategisk löptidsposition. Vi har under de senaste åren fortlöpande bevakat frågan om de långa räntorna är så låga att det vore lönsamt att tillfälligt förlänga löptiden för att binda in låga långräntor.

Vår bedömning har varit att det hittills inte funnits tillräckliga skäl för en sådan position. Det har funnits faktorer som talat för att räntorna inte skulle gå upp tillräckligt mycket eller tillräckligt snart för att uppväga de fördyringar som följer av en längre löptid i skulden. Hittills har dessa bedömningar visat sig riktiga. Uppgången har inte bara uteblivit utan såväl långa som korta räntor har fortsatt att falla.

Riksgäldskontoret diskuterar fortlöpande om och hur vi ska utnyttja det avvikelsemandat som regeringen gett oss. Skulle vi finna skäl att ta en strategisk löptidsposition och dessutom komma fram till att den bör göras större än rådande riktlinjer tillåter, har Riksgäldskontoret möjlighet att vända sig till regeringen med förslag till ändrade riktlinjer.

Eftersom vi inte tagit någon strategisk ränteposition föreslår vi inte heller att regeringen ska ändra riktlinjerna baserat på sådana överväganden.

## 2.3 Sammanfattning

Riksgäldskontoret har i detta avsnitt diskuterat om det finns skäl att ändra det nuvarande riktvärdet för den nominella statsskuldens löptid mot bakgrund av utvecklingen på räntemarknaden.

I analysen pekar vi på att det finns tecken på att mer varaktiga förändringar i relationen mellan korta och långa räntor kan vara på väg, men att det finns skäl att avvakta med eventuella åtgärder för att kunna göra en mer välgrundad bedömning av förändringens karaktär. Dagens ränteskillnad mellan kort och lång upplåning (upp till 10 år) kan inte heller sägas vara anmärkningsvärt låg, sett i ett historiskt perspektiv. Det bör dessutom noteras att fjolårets beslut att minska löptiden i skulden byggde på antaganden om en avkastningskurva som var något flackare än vad avkastningskurvan är i dag i segmenten upp till 10 år. Det saknas därför skäl att nu föreslå en förlängning av löptiden.

# 3. Byte av löptidsmått från duration till räntebindningstid

Statsskuldens löptid, dvs. den takt i vilken utestående lån förfaller, kan mätas på olika sätt. I de gällande riktlinjerna styrs löptiden av ett riktvärde för *den genomsnittliga durationen* i den nominella kron- och valutaskulden. I det här avsnittet argumenterar Riksgäldskontoret för att riktlinjerna bör anges i termer av *genomsnittlig räntebindningstid* i stället. Det innebär en återgång till det löptidsmått som användes 1999. Vidare ger vi förslag på vad det nya riktvärdet bör sättas till.

## 3.1 Bättre styrning med räntebindningstid

Beräkningsmässigt är skillnaden mellan duration och räntebindningstid liten. Bägge utgör mått på den genomsnittliga tiden fram till en obligations framtida kassaflöden (kuponger och inlösenbelopp). Skillnaden är att medan duration beräknas genom att tiden till varje kassaflöde vägs med kassaflödets nuvärde (beräknade med rådande marknadsräntor), beräknas räntebindningstid genom att tiden till kassaflödena vägs med kassaflödenas nominella värden utan diskontering.

Anledningen till att vi förordar ett byte av löptidsmått är att durationen påverkas av ändringar i marknadsräntorna (allt annat lika). Det innebär att även Riksgäldskontorets lånestrategi kommer att påverkas av dessa ändringar. Om räntorna går upp så kommer vi att behöva låna på längre löptider för att kompensera för nedgången i durationen, och om räntorna går ned så kommer vi att behöva låna på kortare löptider. Detta är ingen önskvärd egenskap hos styrsystemet, eftersom man inte på förhand kan säga om denna strategi är lönsam eller ej. Om ränteprocessen varierar kring ett medelvärde leder strategin till att vi systematiskt gör dåliga affärer, men om ränteprocessen följer en långsiktig trend gör vi bra affärer. Eftersom man inte på förhand kan säga hur ränteprocessen ser ut, så är det bättre med ett styrsystem som inte påverkas av ränteförändringar.

Det som talar för att räntebindningstid är ett mer ändamålsenligt löptidsmått än duration är den andra aspekten i statskultsförvaltningen, nämligen riskaspekten. Det vi vill kontrollera med valet av löptid är ränteomsättningsrisken, dvs. risken för stora svängningar i kostnaderna för skulden. Det kan man göra genom att styra sammansättningen av kort och lång löptid. Sett i ljuset av detta är det mer ändamålsenligt att ha ett styrmått som inte påverkas av ändringar

i marknadsräntorna. Då blir sammansättningen av kort och lång löptid densamma oavsett ränteläge.

Vid sidan av de principiella skälen till varför räntebindningstid är ett mer ändamålsenligt löptidsmått så finns det även ett praktiskt skäl för att byta löptidsmått. Det är att det är lättare att styra skulden mot ett riktvärde uttryckt i räntebindningstid jämfört med ett uttryckt i duration. Anledningen är att räntebindningstiden inte påverkas av ändringar i ränteläget.

Riksgäldskontoret har i omgångar haft problem att hålla den nominella kronskuldens duration inom ramen för det angivna riktvärdet. Det problemet kommer att minska något med det nya löptidsmålet även om det inte elimineras helt.<sup>1</sup> Kronsuldens storlek gör att löptiden endast kan påverkas gradvis. Eftersom upplåningen är liten i förhållande till den utestående stocken, ändras den genomsnittliga löptiden i skulden i långsam takt även vid betydande omläggningar av emissionerna. Ett annat sätt att uttrycka det är att rodret är litet i förhållande till det fartyg vi vill styra.

En övergång till räntebindningstid innebär också att våra upplåningsplaner får en tydligare koppling till lånebehovsprognoserna, eftersom ändringar i marknadsräntan inte längre kommer att påverka låneplaneringen. Således kommer ett ökat lånebehov leda till större volymer i obligationsemissionerna, medan ett minskat lånebehov leder till mindre volymer. I dagsläget är detta inte givet. I dag kan exempelvis ett ökat lånebehov i kombination med sjunkande räntor innebära att emissionsvolymerna i obligationer sänks. Anledningen är att durationen ökar i skulden då räntan sjunker, vilket måste kompenseras genom att minska löptiden i upplåningen, dvs. minska emissionerna av obligationer.

Det bör dock påpekas att kopplingen mellan våra lånebehovsprognoser och vår låneplan kan försämrats även av andra faktorer, som t.ex. swappvolym, när på året valutalån görs, överkurser etc. Sammantaget bör emellertid transparensen i vår upplåning öka något med bytet av löptidsmått.

En möjlig nackdel med bytet är att duration är ett allmänt känt begrepp på marknaden, vilket räntebindningstid

<sup>1</sup> Durationen påverkas olika mycket av en ränteförändring beroende på hur skulden är sammansatt, men generellt kan man säga att en ränteförändring på en procentenhet leder till 0,10 – 0,15 års förändring i durationen. Detta kan tyckas vara relativt liten påverkan som vi borde kunna leva med. Men det finns fler faktorer som påverkar skuldens duration och sammantaget resulterar detta i att durationen riskerar överskrida de av styrelsen uppsatta limiterna.

inte är. Duration kan därför vara lättare för marknaden att förstå och relatera till än räntebindningstid. Å andra sidan torde marknaden i första hand vara intresserad av våra låneplaner, vilka vi också förmedlar i *Statsupplåningsrapporten* tre gånger om året.

En fråga man kan ställa sig i sammanhanget är varför vi föreslog en övergång *från* räntebindningstid *till* duration i riktlinjeförslaget 1999 och vad som har hänt sedan dess som gjort att vi ändrat uppfattning i frågan. Den viktigaste anledningen till att vi förespråkade en övergång till duration var att vi hade vissa systemmässiga problem med att följa upp resultatet i den aktiva förvaltningen i utländsk valuta. Detta problem finns inte längre kvar i det nuvarande datasystemet.

Ett annat argument var att det är mer ändamålsenligt att använda duration för att kvantifiera Riksgäldskontorets räntepositioner eftersom duration även är ett mått på ränterisk (dvs. hur mycket priset på en obligation kommer att påverkas av en ränteförändring). Detta är ett argument som håller även i dag, varför vi föreslår att riktlinjerna för våra räntepositioner även fortsättningsvis uttrycks i termer av duration. Denna fråga diskuteras mer utförligt i avsnitt 4.

Det är dock viktigt att man i det här sammanhanget håller isär den övergripande styrningen av statsskulden och de räntepositioner vi har rätt att ta för att minska kostnaden för skulden. Räntebindningstid används för att styra ränteomsättningsrisken i skulden, medan duration används för att ange Riksgäldskontorets riskmandat för räntepositioner.

Sammanfattningsvis är räntebindningstid ett mer ändamålsenligt styrmått för statsskuldens löptid än duration. Anledningen är att räntebindningstid inte påverkas av ändringar i marknadsräntorna, vilket innebär att vår upplåningsstrategi inte heller kommer att påverkas av dessa ändringar.

Det är en önskvärd egenskap med tanke på den risk vi vill styra här, nämligen ränteomsättningsrisken. Dessutom kommer ett sådant byte att leda till en tätare koppling mellan vår upplåningsstrategi och våra lånebehovsprognoser. Riksgäldskontoret föreslår därför att riktlinjerna för statsskuldens löptid bör anges i termer av genomsnittlig räntebindningstid i stället för genomsnittlig duration. Riksgäldskontorets riskmandat bör dock liksom tidigare anges i termer av duration (se avsnitt 4).

### 3.2 Konvertering av durationsriktvärdet till räntebindningstid

Riksgäldskontorets beräkningar visar att med en bibehållen fördelning mellan kort och lång upplåning enligt den låneplan som presenterades i juniprognosen så motsvarar det nuvarande durationsriktvärdet på 2,5 år ett riktvärde för den genomsnittliga räntebindningstiden på 3,1 år. Det kan jämföras med det riktvärde som gällde 1999 som var på 3,5 års räntebindningstid.

Att dagens riktvärde föreslås sättas lägre än det som rådde 1999 är i enlighet med att regeringen sedan dess har sänkt riktvärdet för den nominella skuldens löptid vid två tillfällen. Den första sänkningen gjordes 2000 då riktvärdet sänktes från 2,9 års duration till 2,7 år, och den andra sänkningen gjordes i år då riktvärdet sänktes till 2,5 år.

Sammanfattningsvis föreslår vi att riktvärdet för den genomsnittliga räntebindningstiden i den nominella kron- och valutaskulden sätts till 3,1 år. Vid halvårsskiftet 2005 uppgick durationen till 2,8 år och räntebindningstiden till 3,3 år.

# 4. Riksgäldskontorets riskmandat för räntepositioner

Enligt gällande riktlinjer får Riksgäldskontoret fastställa ett eget riktmärke för durationen i den nominella kron- och valutaskulden som avviker med maximalt  $\pm 0,3$  år från regeringens riktvärde. Men om riktlinjerna för löptiden ändras så att riktvärdet anges i termer av genomsnittlig räntebindningstid i stället för duration, så bör riktlinjerna för Riksgäldskontorets *riskmandat* anpassas till detta samtidigt som deras innebörd bibehålls. Riktlinjerna bör därför inte längre uttryckas i termer av avvikelse från riktvärdet, utan bör liksom tidigare anges i termer av duration.

Skälet till att Riksgäldskontorets riskmandat bör uttryckas i termer av duration är att duration inte bara är ett mått på löptiden i en position utan även är ett mått på hur räntekänslig positionen är (dvs. hur mycket värdet på positionen förändras om räntan ändras). Duration är därför ett mer ändamålsenligt mått på risken i positionen än räntebindningstid. Att ange riskmandatet i termer av duration är dessutom i linje med att utvärderingen av förvaltningen i första hand ska göras i marknadsvärdestermerna, eftersom obligationernas kassaflöden marknadsvärderas då man räknar ut duration.

Regeringens riktlinjer för statsskuldens löptid kan därmed delas upp i två delar. I den första delen anges riktvärdet för den genomsnittliga räntebindningstiden i den nominella kron- och valutaskulden. I den andra anges hur stort riskmandat Riksgäldskontoret har i termer av duration. Med en sådan uppdelning tydliggörs skillnaden mellan den övergripande styrningen av statsskulden och de strategiska och taktiska positioner som Riksgäldskontoret har rätt att ta för att minska kostnaderna för skulden. Statens upplåning och skuldförvaltning kommer därmed att styras av riktlinjer som är anpassade för verksamheternas olika ändamål.

Frågan är nu hur stort Riksgäldskontorets riskmandat ska vara och vilken typ av räntepositioner det ska omfatta. Enligt 2001 års riktlinjer ska riskmandatet omfatta både Riksgäldskontorets *strategiska* positioner (som tas via styrelsen) och *taktiska* positioner (som tas i den operativa förvaltningen). Under senare år har regeringen dock inte gjort någon sådan uppräknings. Därför har det vuxit fram ett synsätt där regeringens avvikelseintervall har uppfattats som Riksgäldskontorets mandat att ta strategiska räntepositioner, medan mandatet för den operativa förvaltningen att ta taktiska räntepositioner har betraktats som någonting utöver detta. Eftersom Riksgäldskontoret aldrig har tagit några strategiska

räntepositioner har detta synsätt dock aldrig prövats mot riktlinjerna.

Den aktiva förvaltningen i utländsk valuta har under flera år tilldelats ett riskutrymme på cirka 0,2 års duration. Det innebär att om regeringens nuvarande avvikelseintervall på  $\pm 0,3$  år ska omfatta både Riksgäldskontorets strategiska och taktiska positioner finns det bara 0,1 år kvar till de strategiska besluten. Detta kan uppfattas som något snålt tilltaget.

Riksgäldskontoret förespråkar därför att riskmandatet höjs till 0,5 års duration och att Riksgäldskontoret, via styrelsen, ges i uppdrag att fördela detta mellan den strategiska och den operativa verksamheten. I kronor och ören innebär detta att Riksgäldskontoret får ta ränterisk på upp till 5,7 miljarder kronor.<sup>2</sup> Det betyder att för varje procentenhet som räntorna går upp eller ned kan vi vinna eller förlora omkring 5,7 miljarder kronor om positionsutrymmet utnyttjats fullt ut. Hur mandatet ska utnyttjas utreds för närvarande av Riksgäldskontoret. Sammanfattningsvis föreslår Riksgäldskontoret att riskmandatet att ta räntepositioner liksom tidigare ska anges i termer av duration. Riskmandatet bör dock utökas till 0,5 års duration, eftersom 0,3 år är något snålt tilltaget i ljuset av att den operativa förvaltningen under flera år tilldelats omkring 0,2 år av detta utrymme. Det ter sig nämligen inte ändamålsenligt att Riksgäldskontorets eventuella beslut att ta strategiska räntepositioner ska begränsa den operativa verksamhetens möjligheter att dra nytta av kortsiktiga marknadsrörelser.

<sup>2</sup> Detta har beräknats på ett marknadsvärde på den nominella skulden från den 31 juli 2005 på 1 138 miljarder kronor. Intuitionen är att en 1-procentig ränteförändring leder till en 0,5-procentig förändring av skuldens marknadsvärde till följd av den tagna positionen. Eftersom skulden uppgår till 1 138 miljarder kronor innebär detta att värdeförändringen blir cirka 5,7 miljarder kronor ( $0,005 \times 1\,138$  miljarder).

# 5. Förslag till riktlinjer

I detta avsnitt presenterar Riksgäldskontoret sitt förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2006. Eftersom tidsperspektivet i riktlinjerna är tre år presenteras även preliminära riktlinjer för 2007 och 2008.

Regeringen lägger i riktlinjebeslutet fast övergripande ramar för statsskuldens förvaltning. Huvudpunkterna i tidigare beslut har rört hur statsskulden ska vara sammansatt av olika skuldslag (nominell kronskuld, real kronskuld och valutaskuld) och i vilken takt som denna sammansättning ska nås. En annan punkt har rört den nominella kron- och valutaskuldens löptid, mätt i termer av duration.

Riksgäldskontoret föreslår inga förändringar i årets riktlinjeförslag när det gäller statsskuldens sammansättning och löptid. Däremot föreslår vi att regeringens beslut avseende löptiden i den samlade kron- och valutaskulden ska uttryckas i termer av räntebindningstid i stället för duration. Riksgäldskontorets möjligheter att ta räntepositioner bör dock liksom tidigare anges i termer av duration.

Den resterande delen av avsnittet är organiserat som följer. Först ges förslag till riktlinjer för valutaskulden, realskulden och den nominella kronskulden. Därefter ges förslag till riktlinjer för skuldens löptid.

## 5.1 Valutaskuld

**Riksgäldskontorets förslag:** Andelen valutaskuld bör långsiktigt minska till 15 procent. Riktvärdet för amorteringstakten under 2006 föreslås sättas till 25 miljarder kronor. Inriktningen för 2007 och 2008 bör vara oförändrad. Riksgäldskontoret bör få avvika från den angivna amorteringstakten med  $\pm 15$  miljarder kronor.

### 5.1.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i november 2004 att andelen valutaskuld långsiktigt ska minska till 15 procent och att riktvärdet för amorteringstakten under 2005 ska vara 25 miljarder kronor. Regeringen beslutade vidare att Riksgäldskontoret får avvika från amorteringsriktvärdet med  $\pm 15$  miljarder kronor. Flexibiliteten ska användas för att främja målet att minimera kostnaderna med beaktande av risk. Slutligen angav regeringen att den medelsiktiga inriktningen för

amorteringstakten under 2006 och 2007 ska vara 25 miljarder kronor per år.

### 5.1.2 Överväganden och förslag

#### *Andel valutaskuld*

Riksgäldskontoret gjorde i fjolårets riktlinjeförslag en samlad bedömning av vilken sammansättning statsskulden långsiktigt bör ha av nominell kronskuld, real kronskuld och valutaskuld. Slutsatsen var att andelen valutaskuld långsiktigt bör minska till 15 procent. Enligt vår nuvarande bedömning har det inte tillkommit några nya faktorer som ändrar denna slutsats. Vi föreslår därför att andelen valutaskuld långsiktigt ska minska till 15 procent.

Motivet till detta är att valutaskuld är mer riskfylld än nominell kronskuld eftersom den är förknippad med växelkursrisk. Ett annat skäl är att det bör finnas utrymme att öka valutaupplåningen vid en eventuell krissituation. Valutaupplåning är ett flexibelt instrument. Våra tidigare erfarenheter under 90-talet visar att om lånebehovet ökar kraftigt 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 goda förutsättningar för stor upplåning i utländsk valuta vid en eventuell kris får valutaskulden dock inte vara alltför stor i utgångsläget.

Det som talar för att valutaskulden inte bör avvecklas helt är att den bidrar till att diversifiera statsskulden i termer av ränteomsättningsrisk. Genom att 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 ränteomsättningsrisken i den totala statsskulden. För att dessa diversifieringseffekter ska vara märkbara bör valutaskulden inte vara alltför liten.

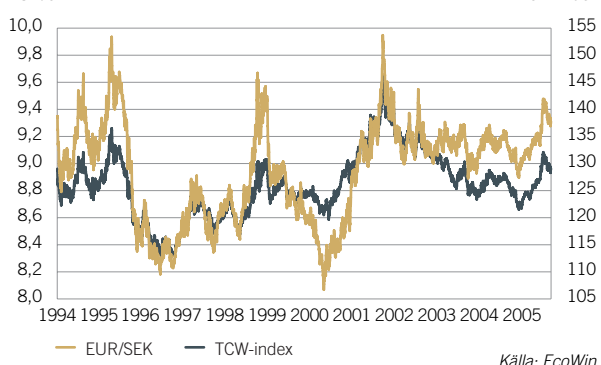
Sammanfattningsvis är valet av riktvärde för valutaskuldens andel en avvägning mellan valutaskuldens positiva egenskaper och valutarisken. Riksgäldskontoret anser att det nuvarande riktvärdet på 15 procent ger en rimlig avvägning mellan dessa faktorer och att det inte tillkommit någonting under året som gör att riktvärdet bör ändras. Riksgäldskontoret föreslår därför att andelen valutaskuld långsiktigt bör minska till 15 procent.

### Amorteringstakt och avvikelseintervall

Riksgäldskontoret har i tidigare riktlinjeförslag förespråkade en gradvis neddragning av valutaskulden där valet av amorteringstakt bör grundas på långsiktiga och strukturella överväganden. Syftet är minska valutaandelen i en takt som upplåningsverksamheten tillåter givet statsbudgetens utveckling och utan att orsaka störningar i de finansiella marknaderna. Regeringen angav i fjol, i enlighet med Riksgäldskontorets förslag, att inriktningen för amorteringstakten 2006 och 2007 ska vara 25 miljarder kronor.

Enligt Riksgäldskontoret bedömning har det inte tillkommit någonting som gör att dessa riktvärden bör ändras. Visserligen har kronan försvagats under 2005, men inte i den utsträckning att det föranleder en ändring av amorteringsriktvärdet (se figur 4). Riksgäldskontoret föreslår därför att riktvärdet för amorteringstakten för 2006 bör sättas till 25 miljarder kronor. Samma riktvärde föreslås för 2007 som 2008.

Figur 4. VÄXELKURSUTVECKLING EUR/SEK OCH TCW, 1994 – 2005  
EUR/SEK TCW-index



Källa: EcoWin

Med en fortsatt amorteringstakt på 25 miljarder kronor kommer valutaandelen gradvis att minska (allt annat lika). I dagsläget uppgår valutaandelen till omkring 24 procent (31 augusti 2005). En förenklad beräkning av skuldandelarnas utveckling visar att den föreslagna valutaandelen på 15 procent kommer att nås omkring 2008 (se tabell 2).<sup>3</sup>

Tabell 2. Effekt på skuldsammansättningen, andel i procent

	2005*	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Valutaskuld	22,1	19,6	17,0	14,7	15,0	15,0	15,0
Real kronskuld	15,6	16,5	17,3	18,0	18,7	19,4	20,0
Nominell kronskuld	62,2	63,9	65,7	67,3	66,3	65,6	65,0

\* Prognos enligt Statsupplåning 2005:2

Andelarna är framräknade per den 31/12 respektive år.

<sup>3</sup> I räkneexemplet antas att nettolånebehovet för 2005 och 2006 är 31 respektive 41 miljarder kronor (i enlighet med juniprognosen), och därefter 50 miljarder kronor. Vidare antas att växelkurserna är konstanta och att inflationen är 2 procent per år. Det innebär att realskulden räknas upp med 2 procents inflation årligen, men att statsskulden i övrigt enbart ökar med nettolånebehovet. Vidare antas att amorteringstakten av valutaskulden är 25 miljarder kronor per år, medan realskulden antas öka med 15 miljarder kronor per år (utöver inflationskompensationen). När riktvärdet för valutaskulden uppnås 2008 bibehålls denna andel.

Flexibiliteten för hur mycket Riksgäldskontoret får avvika från regeringens riktvärde bör fortsatt vara  $\pm 15$  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 2006 bör sättas till 25 miljarder kronor, i överensstämmelse med regeringens preliminära riktlinjer i fjolårets beslut. Riksgäldskontoret bör liksom tidigare få avvika från detta riktvärde med  $\pm 15$  miljarder kronor. Inriktningen för amorteringstakten för 2007 och 2008 bör sättas till 25 miljarder kronor per år.

## 5.2 Realskuld

**Riksgäldskontorets förslag:** Andelen reallån i statsskulden bör långsiktigt öka till 20–25 procent. Ökningstakten 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 20–25 procent. Till skillnad från valutaskulden preciserades inget kvantitativt mål för förändringstakten. I stället angav regeringen 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

Riksgäldskontoret gjorde i fjolårets riktlinjeförslag bedömningen att andelen realskuld långsiktigt bör öka till 20–25 procent. Enligt vår nuvarande bedömning har det inte tillkommit några faktorer som ändrar denna slutsats. Vi föreslår därför att andelen realskuld långsiktigt bör öka till 20–25 procent. I dagsläget uppgår realandelen till omkring 16 procent (31 augusti 2005).

Anledningen till att andelen realskuld bör öka är att den bidrar till att minska risken i statsskulden. En ökad andel realskuld ger en mer diversifierad skuld än om skulden bara bestod av nominella instrument. Risken för kraftiga variationer i räntekostnaderna minskar om skulden består av flera skuldslag.

Dessutom kan de förväntade kostnaderna för realupplåningen på principiella grunder långsiktigt antas vara lägre än för motsvarande nominell upplåning. Anledningen är att investerarna 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 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.

I fjolårets bedömning av vilken realandel som är rimlig beaktade vi även likviditeten på de reala och nominella obligationsmarknaderna. Slutsatsen var att realskulden bör vara tillräckligt stor för att realobligationsmarknaden ska ha tillfredsställande likviditet. Samtidigt får andelen realskuld inte ökas för mycket på bekostnad av den nominella kronskulden eftersom detta kan få negativa effekter på likviditeten på den nominella kronmarknaden, vilket i sin tur 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.

Sammanfattningsvis föreslår Riksgäldskontoret att andelen realskuld långsiktigt bör öka till 20–25 procent. Då blir realobligationsmarknaden tillräckligt stor för att bli likvid och andelen realskuld tillräckligt stor för att staten ska kunna tillgodogöra sig dess 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 ökningstakten bör 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 övrig 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 statsskuld förvaltningen 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 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

### 5.4.1 Nominell kron- och valutaskuld

**Riksgäldskontorets förslag:** Riktvärdet för den genomsnittliga räntebindningstiden i den nominella kron- och valutaskulden under 2006 bör sättas till 3,1 år. Inriktningen för 2007 och 2008 bör vara oförändrad.

#### Gällande riktlinjer

Regeringen sänkte i fjolårets riktlinjebeslut riktvärdet för den genomsnittliga durationen i den nominella kron- och valutaskulden från 2,7 till 2,5 år.

#### Överväganden och förslag

Vi argumenterar i avsnitt 3 för att riktlinjerna för statsskulden löptid bör anges i termer av genomsnittlig räntebindningstid i stället för duration. Där analyserar vi också hur durationsriktvärdet ska översättas till ett riktvärde i termer av räntebindningstid.

Analysen i avsnitt 2 gäller om det finns skäl att ändra löptiden i statsskulden, oavsett hur den mäts. Vi pekar på att det finns tecken på att mer varaktiga förändringar i relationen mellan långa och korta räntor kan vara på väg. Vi anser dock att det finns skäl att avvakta med eventuella åtgärder för att kunna göra en mer välgrundad bedömning av förändringarnas karaktär. Dessutom bör det noteras att dagens ränteskillnad mellan kort och lång upplåning (upp till 10 år) inte kan sägas vara anmärkningsvärt låg sett i ett historiskt perspektiv, samt att fjolårets beslut att minska löptiden i skulden byggde på modellberäkningar där avkastningskurvan var något flackare än vad avkastningskurvan är i dag i segmenten upp till 10 år. Det saknas således skäl att nu föreslå en förlängning av löptiden.

Vi vill understryka att i den mån förändringarna visar sig vara varaktiga förlorar staten inget på att avvakta med att sänka risknivån i statsskulden. Förlängningen kan i så fall ske till i huvudsak lika förmånliga villkor även längre fram.

Om å andra sidan ränteläget skulle återgå till tidigare mönster, bortfaller skälen att långsiktigt ändra löptiden. I det fallet hade det visserligen varit fördelaktigt om vi hade tagit en position och tillfälligt förlängt skulden, men det är fundamentalt av mindre betydelse. Det finns anledning att påminna om att den långsiktiga måluppfyllelsen i statsskuldsvärdningen bygger på att de övergripande riktlinjerna är väl avvägda. De effekter på kostnaderna (och riskerna) som kan åstadkommas genom att tillfälligt variera skulden kring dessa riktvärden är i detta sammanhang av sekundär betydelse.

Följaktligen föreslår Riksgäldskontoret att riktlinjerna för den nominella kron- och valutaskulden ska ange ett riktvärde i termer av räntebindningstid som i princip motsvarar 2,5 års duration. Som framgår av avsnitt 3 bör riktvärdet därför sättas till 3,1 års räntebindningstid.

#### 5.4.2 Limiter för räntepositioner

**Riksgäldskontorets förslag:** Riksgäldskontoret bör få ta räntepositioner på maximalt 0,5 års duration.

##### *Gällande riktlinjer*

Regeringen beslutade i fjolårets riktlinjebeslut att Riksgäldskontoret får fastställa egna riktmärken för den nominella kron- respektive valutaskulden som ger en genomsnittlig duration som avviker med maximalt  $\pm 0,3$  år från riktvärdet.

##### *Överväganden och förslag*

I avsnitt 4 argumenterar vi för att riktlinjen för Riksgäldskontorets möjlighet att ta räntepositioner bör ändras för att spegla bytet av löptidsmått från duration till räntebindningstid. Om löptidsmålet ändras är det inte längre lämpligt att Riksgäldskontorets riskmandat uttrycks i termer av avvikelser från riktvärdet. Det bör i stället anges i termer av duration precis som tidigare.

Anledningen är att duration är ett mer ändamålsenligt mått på *ränterisken* i en position, eftersom det inte bara är ett mått på löptiden i positionen utan även ett mått på hur räntekänslig positionen är (dvs. hur mycket värdet på positionen förändras om räntan ändras). Att ange riskmandatet i termer av duration är dessutom i linje med att utvärderingen av förvaltningen i första hand ska göras i marknadsvärdestermerna, eftersom obligationernas kassaflöden marknadsvärderas då man räknar ut duration.

Regeringens riktlinjer för statsskuldens löptid kan därmed delas upp i två separata delar. I den första delen anges riktvärdet för den genomsnittliga räntebindningstiden i den nominella kron- och valutaskulden. I den andra delen anges hur stort riskmandat Riksgäldskontoret har i termer av duration. Med en sådan uppdelning tydliggörs skillnaden mellan den övergripande styrningen av statsskulden och de strategiska och taktiska positioner som Riksgäldskontoret har

rätt att ta för att minska kostnaderna för skulden. Statens upplåning och skuldförvaltning kommer därmed att styras av riktlinjer som är anpassade för de båda verksamheternas olika ändamål.

I avsnitt 4 diskuterar vi även frågan hur stort Riksgäldskontorets riskmandat bör vara och vad som ska omfattas av mandatet. Enligt 2001 års riktlinjer ska riskmandatet omfatta både Riksgäldskontorets *strategiska* positioner (som tas via styrelsen) och *taktiska* positioner (som tas i den operativa förvaltningen). Vi kan dock konstatera att det vuxit fram ett synsätt där regeringens avvikelseintervall har tolkats som Riksgäldskontorets mandat att ta *strategiska* räntepositioner, medan mandatet för den *operativa förvaltningen* att ta taktiska räntepositioner har uppfattats som någonting utöver detta. Eftersom Riksgäldskontoret aldrig har tagit några strategiska räntepositioner har denna praxis dock aldrig prövats mot riktlinjerna.

Vi konstaterar vidare att om regeringens avvikelseintervall på  $\pm 0,3$  år ska omfatta både de strategiska och taktiska positionerna finns det bara omkring 0,1 år kvar för de strategiska besluten, eftersom den aktiva förvaltningen i utländsk valuta har tilldelats cirka 0,2 år. Ett sådant mandat för de strategiska räntepositionerna framstår som något snålt tilltaget. Vi förespråkar därför att riskmandatet höjs till 0,5 års duration och att Riksgäldskontoret, via styrelsen, ges i uppdrag att fördela detta mellan den strategiska och den operativa verksamheten.

Sammanfattningsvis föreslår Riksgäldskontoret att Riksgäldskontorets riskmandat att ta räntepositioner liksom tidigare bör anges i termer av duration. Riskmandatet bör dock utökas till 0,5 års duration, eftersom 0,3 år framstår som något snålt tilltaget i ljuset av att den operativa förvaltningen under flera år tilldelats omkring 0,2 år av detta utrymme. Det ter sig nämligen inte ändamålsenligt att Riksgäldskontorets eventuella beslut att ta strategiska räntepositioner ska begränsa den operativa verksamhetens möjligheter att dra nytta av kortsiktiga marknadsrörelser. I kronor och ören motsvarar 0,5 års duration en ränterisk på 5,7 miljarder kronor om positionsutrymmet utnyttjas fullt ut (se beräkningar i avsnitt 4).

#### 5.4.3 Real skuld

För den reala upplåningen beslutade regeringen i fjol att ta bort de formella gränserna i riktlinjerna. Riksgäldskontoret anser att den ordningen bör bestå. Alltjämt gäller att Riksgäldskontoret kommer att emittera reallån med en genomsnittlig löptid som är längre än den för nominella lån. Det beror på att kortfristig realupplåning, t.ex. motsvarande den som görs med nominella statsskuldväxlar, inte är intressant för vare sig Riksgäldskontoret eller placerarna.



# 6. Beslut som delegeras till Riksgäldskontoret

Vid sidan av de övergripande riktlinjerna för statsskuldsvärvaltningen delegerar regeringen en rad beslut till Riksgäldskontoret. Dessa fastställs i utvärderingskapitlet i regeringens riktlinjebeslut. Riksgäldskontorets ansvar och uppgifter regleras även i instruktionen för Riksgäldskontoret (*Förordning (1996:311) med instruktion för Riksgäldskontoret*), samt i regleringsbrevet (*Regeringsbeslut 72*).

För att lyfta fram dessa beslut ges här en kort sammanfattning av vilka beslut som avses. Vi ger även förslag på hur skrivningar rörande löptidsriktmärkena kan ändras för att spegla ett eventuellt byte av löptidsmått från duration till räntebindningstid (se avsnitt 6.2.1).

I utvärderingskapitlet i regeringens riktlinjebeslut anger regeringen att Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer för den operativa förvaltningen baserat på regeringens riktlinjebeslut. Dessa riktlinjer fastställs av Riksgäldskontorets styrelse och är att betrakta som *strategiska* beslut (se *Operativa riktlinjer för statsskuldsvärvaltningen 2005*). De interna (eller operativa) riktlinjerna omfattar flera centrala ställningstaganden:

- Beslut om fördelning av skulden mellan olika skuldslag inom ramen för de intervall som regeringen angett.
- Beslut om löptidsriktmärken för den nominella kron- och valutaskulden och valutariktmärke för valutaskulden.
- Beslut om mål för skuld- och marknadsvård.

I det följande görs en mer detaljerad genomgång av dessa beslut.

## 6.1 Fördelning av skulden mellan olika skuldslag

Riksgäldskontorets mandat när det gäller fördelningen av statsskulden mellan olika skuldslag ges av intervallet kring riktvärdet för amorteringstakten av valutaskulden och mandatet att öka andelen reallån. Riksgäldskontoret ska alltså via styrelsen fastställa egna riktmärken för i vilken takt skuldandelarna ska närma sig sina mål. När det gäller realskulden brukar detta ske genom att Riksgäldskontoret bekräftar regeringen riktlinje att ökningstakten ska vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåningen i andra skuldslag med beaktande av risk.

Riksgäldskontoret ska också via styrelsen lägga fast en

relativt jämn och kostnadsmässigt neutral bana för Riksgäldskontorets växlingar mellan kronor och utländsk valuta. Kring denna bana ska Riksgäldskontoret ange ett visst fluktuationsintervall inom vilket valutaväxlingarna får avvika av hanteringsmässiga skäl. Intervallet syftar således till att ge utrymme för en effektiv hantering av växlingarna och inte till att ge utrymme för aktivt positionstagande. Detta intervall ska därför betraktas som resultatmässigt neutral.

Därutöver ska Riksgäldskontoret ange risklimiten för hur stora valutapositioner den operativa förvaltningen får ta inom ramen för växlingsmandatet. För närvarande är denna limit satt till noll.

## 6.2 Riktmarkesportföljer för den nominella skulden

Riksgäldskontorets beslut om riktmarkesportföljer för den nominella kron- och valutaskulden omfattar dels löptiden i den nominella kron- och valutaskulden, dels valutafördelningen i valutaskulden.

### 6.2.1 Löptidsriktmärken

Riksgäldskontorets mandat att ta räntepositioner regleras i de nuvarande riktlinjerna genom att Riksgäldskontoret får fastställa ett eget riktmarke för den genomsnittliga durationen i den nominella kron- och valutaskulden inom ramen för det avvikelseintervall som regeringen anger. Enligt riktlinjerna för 2001 ska detta intervall omfatta såväl Riksgäldskontorets strategiska positioner (som tas via styrelsen) som våra taktiska positioner (som tas i den operativa förvaltningen). Riksgäldskontoret ska även besluta om hur durationen ska fördelas mellan den nominella kronskulden och valutaskulden genom att fastställa separata riktmärken för dessa skuldslag.

Om riktlinjerna för den nominella skuldens löptid ändras så att de uttrycks i termer av räntebindningstid i stället för duration bör även riktlinjerna för Riksgäldskontorets möjligheter att ta räntepositioner ändras så att de anges i termer av *duration* i stället för *avvikelse från riktvärdet*. Därmed kommer regeringens riktlinjer för statsskuldens löptid att kunna delas upp i två delar. I den första delen anges riktvärdet för den genomsnittliga räntebindningstiden i den nominella kron- och valutaskulden. I den andra anges hur stort riskmandat Riksgäldskontoret tilldelas i termer av duration.

Det innebär att om Riksgäldskontoret tar en strategisk ränteposition ska den inte längre tas genom att Riksgäldskontoret, via styrelsen, fastställer ett eget riktmärke för löptiden i den nominella skulden. I stället ska den tas på samma sätt som positioner tas i den aktiva förvaltningen i utländsk valuta. Det vill säga, eventuella positioner ska placeras i en egen portfölj med löpande resultatuppföljning.

Detta innebär dock ingen större förändring i realiteten, utan är mest en fråga om hur man ser på styrelsens positioner. Rapporteringsmässigt kommer det dock att innebära att Riksgäldskontorets strategiska positioner inte ska slås ihop med den övriga skulden vid uppföljning och återrapportering av den genomsnittliga räntebindningstiden.

När det gäller Riksgäldskontorets möjlighet att ha olika löptid i kron- respektive valutaskulden så bör Riksgäldskontoret liksom tidigare ges möjlighet att bryta ned regeringens övergripande löptidsriktvärde till separata riktmärken för de båda skuldslagen. Riksgäldskontoret bör även i fortsättningen fastställa risklimiter för den aktiva förvaltningen i utländsk valuta (se avsnitt 6.2.3). Hur stora dessa kan vara begränsas precis som tidigare av det övergripande riskmandat som regeringen tilldelar Riksgäldskontoret som helhet (för närvarande  $\pm 0,3$  års duration).

Avslutningsvis är det viktigt att notera att regeringen i de nuvarande riktlinjerna inte fastställer något intervall för hur mycket den faktiska durationen får variera kring riktvärdet. Detta beslut har regeringen delegerat till Riksgäldskontoret. Således fastställer Riksgäldskontoret via styrelsen ett fluktuationsintervall för respektive skuldslag inom vilket durationen får variera av hanteringsmässiga skäl. Denna ordning bör inte ändras av att regeringen beslutar byta löptidsmåt från duration till räntebindningstid.

### 6.2.2 Valutariktmärke

Riksgäldskontorets uppdrag när det gäller valutaskulden är att fastställa ett valutariktmärke för *valutaexponeringen* i skulden. Därutöver ska Riksgäldskontoret ange ett fluktuationsintervall för respektive valuta inom vilket valutaexponeringen får variera av hanteringsmässiga skäl, samt fastställa risklimiter för den aktiva förvaltningen i utländsk valuta (se avsnitt 6.2.3).

### 6.2.3 Aktiv förvaltning i utländsk valuta

Riksgäldskontoret bedriver sedan många år aktiv förvaltning i utländsk valuta. Det innebär att den operativa förvaltningen tar aktiva ränte- och valutapositioner inom ramen för de risklimiter som styrelsen slagit fast. Risklimiterna anges för närvarande både i termer av daglig Value-at-Risk (VaR) samt som avvikel-sintervall för skuldens valutaandelar och duration.

## 6.3 Mål för skuld- och marknadsvård

Riksgäldskontorets uppdrag när det gäller skuld- och marknadsvård är att fastställa mål och prioriteringar för verksamheten. Dessa brukar vanligtvis vara desamma år från år. Exempelvis anger styrelsen att Riksgäldskontoret ska vara transparent och förutsägbar i sin upplåningspolicy, att emissionsvolymerna ska spridas över flera lån för att begränsa refinansieringsrisken och främja likviditeten i lånen, att upplåningspolicyn för realobligationer ska vara inriktad på att främja marknadsutvecklingen genom att skapa volym och likviditet i kpongglånen, och att Riksgäldskontoret ska stödja likviditeten i statspappersmarknaden genom att tillhandahålla repo- och bytesfaciliteter, etc.

## 6.4 Sammanfattning

Vid sidan av de övergripande riktlinjerna för statsskuld-sförvaltningen delegerar regeringen en rad beslut till Riksgäldskontoret. Dessa fastställs i utvärderingskapitlet i regeringens riktlinjebeslut, men regleras också i Riksgäldskontorets instruktion och regleringsbrev.

I riktlinjebeslutet anger regeringen att Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer för den operativa förvaltningen, baserat på regeringens riktlinjer för statsskuld-sförvaltningen. De operationella riktlinjerna ska innehålla riktmärkesportföljer för de nominella skuldslagen och avse bl.a. fördelningen av upplåning mellan skuldslagen, strategiska räntepositioner, fördelningen av räntebindningstid mellan nominell kronskuld respektive valutaskuld, samt valutasammansättningen i valutariktmärket. Därutöver ska Riksgäldskontoret även lägga fast fluktuationsintervall och risklimiter för den operativa förvaltningen av skulden.

Det bör i det här sammanhanget understrykas att det som är avgörande för kostnader och risker i statsskuld-sförvaltningen är skuldens samlade egenskaper. Riktlinjebeslutet styr fördelningen av skulden mellan de huvudsakliga skuldslagen och den genomsnittliga löptiden. Övervägandena inför dessa beslut blir därmed av avgörande betydelse. Mindre avvikelser från riktlinjerna, inom de intervall som omger riktvärdena, blir sekundära. Detta betyder dock inte att de skulle vara betydelselösa, men det är viktigt att identifiera vilka förvaltningsbeslut som är primära i förhållande till målet.

## Bilaga:

# Riksgäldskontorets arbete med riktlinjer för andelsstyrning och ett samlat löptidsmätt

Riksgäldskontoret har i årets riktlinjeförslag haft i uppdrag att göra en mer ingående analys av hur fluktuationsintervall kring skuldandelarnas riktvärden bör utformas, samt hur ett samlat löptidsmätt för hela statsskulden bör definieras och hanteras. De inledande undersökningarna visar dock att frågorna är komplexa och att mer tid behövs för att utreda de operativa konsekvenserna av frågorna. Riksgäldskontoret avser därför att återkomma till frågorna i nästa riktlinjeförslag. I det följande ges en kort sammanfattning av arbetet så här långt.

## 1 Andelsstyrning

I arbetet med hur styrsystemet för skuldandelarna ska vara utformat har vi tittat på dels vilka kriterier ett sådant system bör uppfylla, dels vilka operativa konsekvenser systemet skulle få. I det följande ges en kort sammanfattning av arbetet.

### 1.1 Från vilket statsskulds-mätt ska andelarna beräknas?

Styrningen av fördelningen av statsskulden mellan olika skuldslag bör baseras på andelar uttryckta som procent av den totala skulden. Statsskulden kan dock mätas på flera sätt. En första fråga är därför från vilket statsskulds-mätt som andelarna bör beräknas.

En naturlig utgångspunkt är att använda det officiella statsskulds-mättet, *okonsoliderad statsskuld*. Detta är det skulds-mätt som används i *Den svenska statsskulden* och är det mätt som Riksgäldskontoret använt i tidigare riktlinjeförslag för att analysera och ta fram riktlinjer för statsskuld-förvaltningen.

Mättet innebär att:

- skulden mäts inklusive derivat,
- instrument värderas till nominellt slutvärde,
- upplupen inflationskompensation på reala instrument ingår,
- instrument i utländsk valuta värderas till aktuell valutakurs.

### 1.2 När uppnår vi de angivna skuldandelarna?

Regeringen har angivit att andelen valutaskuld långsiktigt ska minska till 15 procent och andelen realskuld långsiktigt öka till 20-25 procent. Vid halvårsskiftet 2005 uppgick skuldandelarna till omkring 25 procent valutaskuld, 16 procent realskuld och 60 procent nominell kronskuld.

Under förutsättning att vi fortsätter amortera på valutaskulden med 25 miljarder kronor per år och öka den utestående volymen realobligationer med 15 miljarder kronor per

år kommer vi att uppnå de angivna andelarna 2008 respektive 2011 (se tabell 1)<sup>4</sup>. Den exakta utvecklingen kommer dock att bero på en rad faktorer som t.ex. lånebehovets utveckling samt växelkurs- och inflationsutvecklingen.

Tabell 1. Effekt på skuldsammansättningen, andel i procent

	2005*	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Valutaskuld	22,1	19,6	17,0	14,7	15,0	15,0	15,0
Real kronskuld	15,6	16,5	17,3	18,0	18,7	19,4	20,0
Nominell kronskuld	62,2	63,9	65,7	67,3	66,3	65,6	65,0

\* Prognos enligt Statsupplåning 2005:2

Andelarna är framräknade per den 31/12 respektive år.

### 1.3 Vilka kriterier ska styrsystemet uppfylla?

Styrsystemet för andelarna bör uppfylla följande kriterier. Det bör:

- vara konsistent med, och bidra till, det övergripande målet för statsskuld-förvaltningen om kostnadsminimering med hänsyn till risk och penningpolitikens krav,
- bidra till god styrning av skuldportföljen,
- vara enkelt att förstå, robust och lätt att använda operativt,
- så långt som möjligt bidra till förutsägbarheten i statsskuld-förvaltningen.

### 1.4 Slutsatser så här långt

Styrsystemet måste balansera behovet av god styrning mot praktiska och operationella aspekter. Behovet av god styrning pekar mot ett system med exakta riktvärden. Idealt skulle då skuldens andelar alltid ligga på sina riktvärden. Praktiska aspekter pekar dock i andra riktningen, eftersom det är näst intill omöjligt att hålla skuldandelarna konstanta. Åtminstone inte utan att det medför betydande transaktionskostnader.

En allt för strikt styrning strider även mot målet om kostnadsminimering eftersom det leder till åtgärder som inte är affärsmässigt försvarbara. Detta framgår tydligt för valutaskulden. Om kronan faller i värde, ökar valutaskuldens andel av totalen. Med ett riktvärde 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

<sup>4</sup> I räknexemplet antas att nettolånebehovet är för 2005 och 2006 är 31 respektive 41 miljarder kronor (i enlighet med juniprognosen), och därefter 50 miljarder kronor. Vidare antas att växelkurserna är konstanta och att inflationen är 2 procent per år. Det innebär att realskulden räknas upp med 2 procent inflation årligen, men att statsskulden i övrigt enbart ökar med nettolånebehovet. När riktvärdet för valutaskulden uppnås 2008 bibehålls denna andel.

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, vilket uppenbart skulle stå i strid med kostnadsminimeringsmålet. Det gäller därför att finna ett system som *så långt som möjligt* eliminerar oönskade negativa konsekvenser samtidigt som styrningen inte undermineras. Ett styrsystem där andelarna tillåts variera inom ett intervall är troligen det mest realistiska alternativet. Intervallens storlek måste dock baseras på en avvägning mellan styrning och affärsmässiga och praktiska aspekter.

Vi har för närvarande ingen uppfattning om hur stora intervallen kring skuldandelarnas riktvärden bör vara. Inte heller med vilken frekvens som andelarna ska stämmas av mot riktvärdena. Att frånga dagliga mätningar, eller att införa någon form av tröghet i mätningarna (t.ex. genom att mäta medelvärdet över tiden), kan vara motiverat av praktiska skäl. Skulden är i sig mycket svårtstyrd p.g.a. av dess storlek och vår egen strävan efter förutsägbarhet (främst i den nominella och reala kronmarknaden). Det kan därför vara bra att ta hänsyn till detta redan i utformningen av hur andelarna ska beräknas och mätas.

Men vi vill inte heller i det här läget utesluta andra alternativa styrsystem. Exempelvis skulle man kunna tänka sig att regeringen anger riktlinjer i termer av riktvärden för skuldandelarna, men att vi operationaliserar dessa genom att ange riktmärken för nyupplåningen. Sedan får vi se över de operativa riktlinjerna med jämna mellanrum (t.ex. i samband med vår upplåningsrapport) för att inte hamna alltför långt ifrån regeringens intentioner.

### 1.5 Sammanfattning

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att skuldandelarna bör beräknas utifrån det officiella statsskulds måttet, *okonsoliderad statsskuld*. De bör beräknas som procentandelar av den totala skulden.

Styrsystemet måste balansera behovet av god styrning mot affärsmässiga samt praktiska och operationella aspekter. Det pekar på ett system där andelarna tillåts variera inom ett intervall. Hur stort detta eller dessa intervall bör vara har vi dock ingen uppfattning om i dagsläget.

Andelarna kan fluktuera av en rad olika skäl, som t.ex. förändringar i lånebehovet, kupongutbetalningar, förfall, etc. Det är också viktigt att hålla i minnet att statsskulden är svårtstyrd p.g.a. sin storlek. Det kan tala för en annan utformning av uppföljningen än dagliga avläsningar. För att få en uppfattning om hur stora intervallen bör vara och hur uppföljningen

bör utformas krävs ytterligare analys. Riksgäldskontoret avser återkomma till frågan i nästa riktlinjeförslag.

## 2 Ett samlat löptidsmått

I arbetet med att ta fram ett samlat löptidsmått för statskulden har vi tittat dels på vilket löptidsmått vi bör använda, dels på hur det ska vägas samman. Ytterligare arbete krävs dock för att undersöka hur styrsystemet ska vara riggat eller om det ens är önskvärt med ett samlat löptidsmått.

### 2.1 Löptiden bör vägas ihop ett-till-ett

När vi beräknar durationen i den nominella kron- och valutaskulden i dag vägs durationen i de olika skuldslagen (kronor, dollar, euro, etc.) ihop i ett ett-till-ett-förhållande. Det innebär att varje skuldslag (och instrument) vägs ihop efter deras andel av det totala marknadsvärdet. Givet att vi utvidgar löptidsmättet till att omfatta hela skulden finns det skäl att göra samma sak för den reala skulden. Det gäller oavsett om vi behåller det nuvarande löptidsmättet duration eller går över till räntebindningstid, vilket vi förordar i avsnitt 3.

### 2.2 Hur ska styrsystemet utformas

När det gäller styrsystemet har vi dock fortfarande mycket att fundera på. Det rör dels hur själva styrsystemet bör vara utformat. Det finns mycket som talar för att vi bör fortsätta på ungefär samma sätt som i dag, då vi inte löpande följer det övergripande löptidsmättet utan i stället bryter ned det till separata mål för de enskilda skuldslagen och sedan följer utvecklingen hos dessa. Men samtidigt vill vi i det här läget inte utesluta andra alternativ.

Det är också viktigt att komma ihåg att realskulden ställer oss inför helt andra utmaningar än den nominella kron- och valutaskulden. Exempelvis kan vi inte parera förfall i realskulden med upplåning i växlar som vi gör i den nominella kronskulden. Inte heller kan vi ge ut nya lån med samma regelbundenhet. Durationsutvecklingen i realskulden kommer därför att vara ryckigare och ha diskreta hopp, vilket talar för att den tillåtna avvikelser från löptidsriktmärket bör vara större för realskulden än för den nominella kron- och valutaskulden.

### 2.3 Sammanfattning

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att det finns mycket kvar utreda när det gäller utformningen av styrsystemet kring det samlade löptidsmättet. Däremot känner vi oss någorlunda säkra på slutsatsen att den reala skulden bör tillmätas samma vikt som den nominella kron- och valutaskulden om regeringen väljer ett sådant löptidsmått. Sålunda bör durationen i de olika skuldslagen vägas ihop i ett ett-till-ett-förhållande.