



# Statsskuldens förvaltning

FÖRSLAG TILL RIKTLINJER 2008–2010

# Innehåll

	<b>Sammanfattning</b>	<b>1</b>
<b>1</b>	<b>Statsskuldförvaltning i en överskottsmiljö</b>	<b>4</b>
1.1	Scenarier för statsskuldens utveckling	4
1.1.1	Metod och antaganden	4
1.1.2	Räkneexempel	5
1.1.3	Slutsats	6
1.2	Statsfinanserna och statens syn på riskerna i statsskuldförvaltningen	6
1.2.1	Sambandet mellan skuldens storlek och risknivån	7
1.2.2	Praktiska aspekter på en sjunkande skuld	8
1.2.3	Hur kan kostnaderna sänkas?	10
<b>2</b>	<b>Styrning av den samlade löptiden</b>	<b>13</b>
2.1	Den samlade löptidens roll	13
2.2	Den samlade löptidens utveckling	13
2.2.1	Realskuldens löptid	14
2.2.2	Skuldens samlade löptid – framåtblick	15
2.3	Slutsats	16
<b>3</b>	<b>Förslag till riktlinjer</b>	<b>17</b>
3.1	Valutaskuld (amortering och andel)	17
3.1.1	Gällande riktlinjer	17
3.1.2	Överväganden och förslag	17
3.1.3	Valutaskuldens sammansättning	18
3.2	Andel realskuld	18
3.2.1	Gällande riktlinjer	18
3.2.2	Överväganden och förslag	18
3.3	Andel nominell kronskuld	19
3.3.1	Gällande riktlinjer	19
3.3.2	Överväganden och förslag	19
3.4	Löptid	19
3.4.1	Gällande riktlinjer	19
3.4.2	Överväganden och förslag	19
3.5	Positionstagande	20
3.5.1	Gällande riktlinjer	20
3.5.2	Överväganden och förslag	20
3.6	Marknads- och skuldvard	20
3.6.1	Gällande riktlinjer	20
3.6.2	Överväganden och förslag	20
3.7	Upplåning på privatmarknaden	21
3.7.1	Gällande riktlinjer	21
3.7.2	Överväganden och förslag	21

# Sammanfattning

I denna promemoria redovisar Riksgälden förslag till övergripande riktlinjer för statsskuldsförvaltningen i enlighet med bestämmelserna i instruktionen för Riksgäldskontoret (1996:311). Förslaget utgår från 5 § i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning. Enligt lagen ska statsskulden förvaltas så att kostnaden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därutöver ska förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Årets riktlinjeförslag kretsar i mångt och mycket kring frågor som rör statsskuldsförvaltning i en överskottsmiljö. Bakgrunden är att statsskulden förväntas falla kraftigt under de närmaste åren, vilket ställer statsskuld-förvaltningen inför såväl principiella som praktiska utmaningar. Regeringen gav dessutom i fjol Riksgälden i uppdrag att se över de bedömningar som ligger bakom dagens målandelar för valuta- och realskulden. Regeringen framhöll att översynen var särskilt angelägen mot bakgrund av de statsfinansiella utsikterna. Vidare gav regeringen oss i uppdrag att göra en fördjupad analys av styrningen av löptiden i skulden, bland annat under vilka förhållanden den samlade löptiden förväntas stabiliseras och kostnadsaspekter på valet av löptid i realskulden.

## Statsskuld-förvaltning i en överskottsmiljö

För att rama in diskussionen kring statsskuld-förvaltningen i en överskottsmiljö inleder vi årets riktlinjeförslag med ett räkneexempel som ger en indikation på utvecklingen av statsskulden till 2015. I våra scenarier, som bygger på att det offentliga sparandet i genomsnitt ligger intervallet 0,5 till 1,5 procent av BNP under perioden 2007–2015, minskar statsskulden i nominella termer till mellan 1 100 och 700 miljarder kronor år 2015. Det ska poängteras att detta inte är en prognos, utan endast ska betraktas som ett räkneexempel.

Frågan som infinner sig är om en skuldminskning av denna storleksordning innebär att utrymmet för risktagande ökar i utbyte mot lägre förväntade kostnader. Det rimliga svaret är ja.

Svaret leder till följdfrågan om vilka alternativ som står till buds för att sänka de förväntade kostnaderna. Ett alternativ är att förkorta den genomsnittliga löptiden. Så länge avkastningskurvan har en positiv lutning finns möjlighet att på så sätt minska kostnaderna. Det begränsade lånebehovet gör det också praktiskt möjligt att förkorta löptiden utan att likviditeten i obligationsmarknaden försämras. Detta beror på att vårt utrymme för att använda swappar har ökat i takt med mindre obligationsemissioner.

En löptidsförkortning ökar osäkerheten i ränteutgifterna eftersom skulden ränteomsätts oftare, vilket även ökar refinansieringsrisken. Den nuvarande lilla skillnaden mellan korta och långa räntor gör dock att det utbytesförhållande mellan förväntad kostnad och risk som tidigare funnits för närvarande inte är lika tydligt. Vår bedömning är därför att det nu inte finns tillräckliga skäl att ändra riktvärdet för statsskuldens löptid.

Ett annat alternativ är att ändra skuldens sammansättning, det vill säga målandelarna. Dock pekar våra bedömningar på att man inte kan räkna med att de förväntade kostnaderna påverkas nämnvärt av skuldens fördelning. I stället handlar det om att risknivån begränsas genom att staten fördelar skulden på flera skuldslag, det vill säga en diversifieringseffekt. En omfördelning mellan skuldslagen ger därför troligen ingen nämnvärd förändring av den förväntade kostnaden.

Det ovanstående resonemanget bygger dock på att valutaskulden i princip har samma sammansättning som hittills. Ett alternativ som står till buds är att ändra valutaskuldens sammansättning. Dagens

sammansättning baseras primärt på att vi eftersträvar en låg total valutakursrisk. Eftersom staten nu bör kunna tänka sig att acceptera större risker bedömer vi att det finns skäl att byta utgångspunkt för analysen av valutaskuldens egenskaper. Vi avser därför att se över valutaskuldens sammansättning med utgångspunkt i att eftersträva lägre förväntade kostnader.

Den ytterligare fråga som en minskad skuld väcker är vilka praktiska konsekvenser som uppstår. Vi konstaterar här att det är viktigt att se till att kostnaderna och riskerna inte stiger – i termer av vår möjlighet att snabbt och effektivt öka upplåningen om utvecklingen vänder – och att den svenska statspappersmarknaden förblir attraktiv. Bland annat bör den under lång tid uppbyggda infrastrukturen med likvida marknader, gott investerarförtroende, återförsäljare och så vidare tillvaratas. Exempel på åtgärder som redan genomförts eller kan genomföras är att koncentrera upplåningen till färre löptider, slopa auktionstillfällen och koncentrera upplåningen till nominella obligationer.

#### **Styrning av den samlade löptiden**

Den samlade löptiden kommer successivt att förkortas under de närmaste åren. Skälet är att löptiden i realskulden gradvis sjunker allteftersom utestående realobligationer kommer närmare förfall, samtidigt som vi inte avser att introducera något nytt reallån med längre löptid under de närmaste åren. Vi räknar med att löptiden stabiliseras först då det längsta reallånet blivit så kort att det behöver ersättas med ett nytt längre lån. Det finns inget skäl att redan nu avgöra om det längsta reallånet ska vara till exempel femton år eller tjugo/tjugofem år. Därmed bör vi inte heller i dagsläget låsa oss vid en framtida samlad löptid.

Vår bedömning är emellertid att löptiden i realskulden och därmed i hela skulden successivt kommer att förkortas under de närmaste fem åren. Därefter är det möjligt att fatta beslut om en mer långsiktig och stabil löptid. Det är inte heller lämpligt att exakt fastslå banan för den successivt kortare löptiden, eftersom den kommer att bero på till exempel vilka byten som kan vara lämpliga att genomföra för att uppnå en lämplig löptidsstruktur och storlek på realskulden.

#### **Förslag till riktlinjer för skuldens sammansättning**

Vi föreslår inga förändringar i gällande riktlinjer, det vill säga vi föreslår målandelar för valutaskulden på 15 procent, för realskulden på 25 procent och för den nominella kronskulden på 60 procent.<sup>1</sup> Runt målandelen för valutaskulden föreslås ett styrintervall på  $\pm 2$  procentenheter, i enlighet med de principer som regeringen beslutade om i fjol. Vi föreslår dock att valutaskulden även under 2008 ska styras av ett amorteringsmandat; se nedan. Riksgälden ska vidare ange ett operativt avvikelseintervall kring realskuldens målandel.

Dock pekar vi på att realskuldens andel under 2008 kommer att öka till cirka 30 procent. Vid slutet av 2008 kommer andelen enligt våra prognoser att minska till cirka 27 procent i samband med att ett lån förfaller. Under de därpå följande åren ökar andelen återigen och kommer att nå drygt 30 procent. Anledningen är den minskade totala skulden, vilket gör att andelen realskuld ökar per automatik. Det finns i dagsläget inga verktyg för att till rimliga kostnader styra andelen mot dess riktvärde. Dessutom bedömer vi att en viss närvaro på primärmarknaden är viktig för att realmarknaden ska fortsätta fungera väl och även i framtiden utgöra en möjlig finansieringskälla. Sammantaget innebär utvecklingen att det finns behov av att göra fördjupade analyser kring den långsiktiga styrningen av realandelen. Riksgälden kommer att återkomma till frågan i nästa års riktlinjeförslag.

Amorteringstakten på valutaskulden föreslås även under 2008 uppgå till 40 miljarder kronor i årstakt med en möjlig avvikelse på  $\pm 15$  miljarder kronor. Det nya andelsbaserade styrsystemet för valutaskulden bör kunna införas kring årsskiftet 2008/2009, när andelen beräknas vara i närheten av 15 procent. Det är dock svårt att nu exakt avgöra när övergången bör ske. Vi föreslår därför att vi återkommer till regeringen med ett förslag om att byta styrsystem när det bedöms som lämpligt.

<sup>1</sup> Beräkning av andelar baseras på måttet Statsskuldens Summerade Kassaflöden (SSK). För en utförlig beskrivning, se riktlinjeförslaget inför 2007 (Dnr 2006/1679).

### **Förslag till riktlinje för skuldens löptid**

Vi föreslår att riktvärdet för den samlade löptiden vid slutet av 2008 ska vara 4,8 år och att inriktningen för motsvarande tidpunkter 2009 och 2010 ska vara 4,6 respektive 4,5 år.<sup>2</sup> Detta innebär i princip ingen förändring jämfört med fjolårets riktlinjer. Dock har värdena för 2008 och 2009 justerats upp med 0,2 år. Detta beror på att den faktiska utvecklingen av realskuldens löptid kommit att avvika från den beräknade, eftersom byten och emissioner inte utfallit helt enligt de antaganden som låg till grund för förra årets beräkningar.

### **Övriga förslag**

Vi föreslår inga förändringar i gällande riktlinjer för positionstagnation, marknads- och skuldvard samt upplåningen på privatmarknad. Dock föreslår vi att målet för upplåningen på privatmarknad preciseras till att ange att denna upplåning ska uppnå största möjliga besparing i förhållande till motsvarande upplåning via statsobligationer eller statsskuldväxlar.

<sup>2</sup> Löptiden mäts som genomsnittlig räntebindningstid. För en utförlig beskrivning, se riktlinjeförslaget inför 2006 (Dnr 2005/1792).

# 1 Statskultsförvaltning i en överskottsmiljö

Hur påverkas statskultsförvaltningen av en överskottsmiljö? I detta avsnitt diskuterar vi på ett övergripande plan principiella och praktiska konsekvenser på statskultsförvaltningen av en sjunkande statskuld.

## 1.1 Scenarier för statskultens utveckling

För att binda upp den fortsatta diskussionen kring något konkret börjar vi med att skissa på tre scenarier för statskultens utveckling. Den period vi tittar på sträcker sig fram till 2015. Analysen utgår från överskottsmålet för den offentliga sektorn, som ju är att sparandet ska motsvara 1 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel. Eftersom vi är intresserade av statskulten lyfter vi ut statens sparande ur den offentliga sektorns.

Det är viktigt att poängtera att scenarierna inte på något sätt ska tolkas som prognoser. De kommer inte att ligga till grund för några operativa låneplaner i Riksgäldens statskultsförvaltning. De prognoserna görs på ett helt annat sätt och sträcker sig bara två år framåt.

Scenarierna ska betraktas som räkneexempel som kan illustrera de utmaningar som följer av en minskande statskuld. Exemplet bygger inte på några sannolikheter utan resultaten följer mekaniskt av ett antal enkla antaganden. Syftet är främst att se hur statskulten kan komma att utvecklas vid olika nivåer på det finansiella sparandet över en något längre period. Vi har suddat ut eventuella upp- och nedgångar i ekonomin från och med 2009 genom att anta en slags jämvikt. Att analysera resultatet för enskilda år under perioden 2009 till 2015 är därför inte meningsfullt med den metod vi valt.

### 1.1.1 Metod och antaganden

Riksgälden har inte en egen makroekonomisk simuleringsmodell och kan därmed inte göra helt konsistenta

framskrivningar av hela ekonomin. Vi har inte heller bedömt det som nödvändigt att ta fram en sådan modell för det här ändamålet. Vi har i stället valt en förenklad metod, där vi hämtat inspiration från en ansats som används i den senaste Långtidsutredningen (LU).<sup>3</sup>

I räkneexemplet använder vi våra lånebehovsprognoser för 2007 och 2008. Efter 2008 – det vill säga där vi inte har några egna prognoser – antar vi att den offentliga sektorns finansiella sparande uppgår till de värden som gör att vi uppnår ett av oss antaget *genomsnittligt* sparande över hela perioden 2007–2015 och ur detta räknar vi fram skuldförändringen.

Lånebehovet blir en funktion av BNP-tillväxten och det – av oss – antagna finansiella sparandet för offentliga sektorn. Genom att anta olika nivåer på det finansiella sparandet går det att räkna fram alternativa utvecklingar för lånebehovet och statskulten.

### Antaganden och förenklingar

- För åren 2007 och 2008 används vår aktuella lånebehovsprognos.
- Inflationen antas vara 2 procent per år.
- Beräkningarna är baserade på KI:s prognos över BNP-utvecklingen. Detta innebär att BNP går mot en långsiktig tillväxt på 2,0 procent per år. Den genomsnittliga tillväxttakten för perioden 2007–2015 är 2,4 procent (i fasta priser).

<sup>3</sup> Långtidsutredningens syfte är att utgöra underlag för den ekonomiska politiken och att ge en samlad bild av den makroekonomiska utvecklingen på längre sikt. LU:s kalkyler beskriver inga konjunkturförlopp utan snarare en jämn utveckling fram till 2020. De resultat man presenterar utgår från att ekonomin befinner sig i ett långsiktigt jämviktsläge. Vidare förutsätts att överskottsmålet för den offentliga finansiella sparandet uppfylls fram till 2015. Den senaste LU var dessutom inriktad på att beskriva de demografiska förändringarnas effekt på de offentliga finanserna. De demografiska påfrestningarna för staten förväntas dock till största del uppkomma först efter vår beräkningsperiod, dvs. efter 2015.

- Vi använder KI:s prognos på det finansiella sparandet i pensionssystemet, men vi justerar för att premiepensionssystemet inte längre ingår i den offentliga sektorn.
- I basscenariot uppfylls målet för det offentliga finansiella sparandet under åren 2007–2015. Tidsperioden 2007–2015 antas därmed motsvara en konjunkturcykel.
- Kommunernas finansiella sparande antas vara noll på sikt. Vi bedömer att det är politiskt svårt att motivera ett positivt sparande i kommunsektorn under en längre tidsperiod. Kommunsektorn antas därför uppfylla balanskravet, men inte mer. Antagandet underbyggs också av data. För perioden 1993–2005 var kommunernas sparande –0,1 procent av BNP i genomsnitt.
- För 2009–2015 antar vi att lånebehovet (och därmed statsskuldens förändring) motsvarar det finansiella sparandet i staten. Ett undantag är dock att

50 miljarder kronor i försäljningsinkomster har lagts till för både 2009 och 2010.

- Från och med 2009 beräknar vi statens finansiella sparande som en residual. I basscenariot sätter vi det till det värde som gör att målet för hela offentliga sektorns sparande uppfylls för tidsperioden, det vill säga 1 procent i genomsnitt.

### 1.1.2 Räkneexempel

#### **Basscenariot**

I basscenariot uppfylls överskottsmålet för den offentliga sektorn under perioden 2007–2015. Då premiepensionssystemet inte längre ingår i den offentliga sektorn innebär överskottsmålet från och med i år att sparandet, i genomsnitt över en konjunkturcykel, ska uppgå till en procent av BNP. Med 2007 och 2008 års prognoser för sparandet får vi ett offentligt sparande från 2009 och framåt enligt tabell 1 nedan.

**Tabell 1. Basscenario, offentlig sektors sparande en procent i genomsnitt 2007–2015 (procent av BNP)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Kommuner	0,40	0,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Staten	2,10	2,30	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Ålderspensionssystemet	0,81	0,63	0,61	0,50	0,31	0,15	0,04	0,00	–0,07
<b>Summa, sparande offentlig sektor</b>	<b>3,31</b>	<b>3,33</b>	<b>0,73</b>	<b>0,62</b>	<b>0,43</b>	<b>0,27</b>	<b>0,16</b>	<b>0,12</b>	<b>0,05</b>

Som tidigare framgått antar vi att statens lånebehov motsvarar statens finansiella sparande, med ett undantag i och med att vi antar 50 miljarder kronor i försäljningsinkomster för 2009 och 2010. Baserat

på offentliga sektorns sparande i tabellen ovan kan vi räkna fram vad basscenariot innebär i lånebehovstermer, vilket framgår i tabellen nedan.

**Tabell 2. Basscenario, lånebehov 2007–2015 (miljarder kronor)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Exklusive försäljningar	–88	–68	–4	–4	–4	–4	–5	–5	–5
Försäljningar	–50	–50	–50	–50					
<b>Summa</b>	<b>–138</b>	<b>–118</b>	<b>–54</b>	<b>–54</b>	<b>–4</b>	<b>–4</b>	<b>–5</b>	<b>–5</b>	<b>–5</b>

Slutligen kan vi räkna fram förändringen av statsskulden. Givet våra antaganden medför ett genomsnittligt sparande på 1 procent av BNP i den offentliga sektorn att statsskulden minskar till drygt 880 miljarder

kronor år 2015. I reala termer motsvarar det en skuld på knappt 740 miljarder kronor. Uttryckt som andel av BNP blir statsskulden cirka 20 procent, jämfört med dagens knappa 38 procent.

**Tabell 3. Basscenario, statsskuldens storlek 2007–2015**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Statsskulden nominellt, mdkr	1 132	1 014	960	906	902	897	893	888	883
Statsskulden, procent av BNP	38	32	29	26	25	24	23	21	20
Statsskulden realt, mdkr	1 110	975	905	837	817	797	777	758	739

### Alternativa scenarier

Genom att ändra nivån för offentliga sektorns finansiella sparande kan vi räkna fram alternativa utvecklingar av statsskulden. Tabellen nedan sammanfattar vad två alternativa antaganden om det finansiella sparandet fram till 2015 ger för storlek på statsskulden. Förutom basalternativet – det vill säga 1,0 procent finansiellt sparande – visas resultatet av ett scenario med lägre sparande och ett med högre.

**Tabell 4. Statsskuldens storlek 2015 vid olika nivåer på det finansiella sparandet**

Offentliga sektorns finansiella sparande 2007–2015	0,5 %	1,0 %	1,5 %
Sparande staten 2009–2015, procent av BNP	-0,53	0,12	0,76
Statsskuld nominellt 2015, mdkr	1 055	883	711
Statsskuld % av BNP 2015 (nominellt)	24	20	17
Statsskuld real 2015, mdkr	883	739	595

I ett scenario med ett offentligt finansiellt sparande på 0,5 procent av BNP kommer statsskulden att öka under åren 2011–2015. I detta scenario är sparandet i staten negativt under perioden 2009–2015. På grund av de stora överskotten vi beräknar för 2007 och 2008 kommer statsskulden ändå att vara mindre 2015 än vad den är i dag.

Om man mer optimistiskt antar att det genomsnittliga finansiella sparandet uppgår till 1,5 procent av BNP över tidsperioden, minskar statsskulden till strax över 700 miljarder kronor 2015 (knappt 600 miljarder kronor i reala termer). Detta scenario kräver att det finansiella sparandet i staten uppgår till 0,76 procent av BNP i genomsnitt 2009–2015. Som en jämförelse var statens finansiella sparande nära 0 procent i genomsnitt under perioden 1998–2005, justerat för de engångsöverföringar som gjordes från pensionsystemet 1999 och 2001.

#### 1.1.3 Slutsats

Våra räkneexempel ger en uppfattning om möjliga storleksordningar på statsskuldens förändring. I vårt basscenario, där överskottsmålet precis uppnås, minskar statsskulden från dagens 1 173 miljarder kronor (31 augusti 2007) till cirka 880 miljarder kronor 2015. Om det finansiella sparandet blir 0,5 procentenheter högre minskar statsskulden med ytterligare cirka 170 miljarder kronor till strax över 700 miljarder kronor. I det negativa scenariot blir statsskulden cirka

170 miljarder kronor högre än i basscenarioet. Vi ser i alla tre scenarierna en statsskuld av icke obetydlig storlek även framöver. I de följande avsnitten diskuterar vi vilka konsekvenser av principiell och praktisk karaktär en utveckling enligt dessa banor kan få.

## 1.2 Statsfinanserna och statens syn på riskerna i statsskultsförvaltningen

Det är nödvändigt att diskutera vilken betydelse det statsfinansiella läget och utsikterna bör ha för beslut om statsskuldens sammansättning och löptid. Syftet med detta avsnitt är därför att belysa hur den pågående förstärkningen av statsfinanserna bör påverka statsskultsförvaltningen.

*Risk* är ett nyckelbegrepp i riktlinjerna för statsskultsförvaltningen. I de gångna årens riktlinjebeslut har regeringen i flera steg preciserat den diskussion kring definitionen av risk som fördes i samband med att styrsystemet beslutades av riksdagen 1998. Bland annat har regeringen angett att vid överväganden om skuldens sammansättning och löptid bör risken mätas som variationen i den genomsnittliga emissionsranton. Regeringen har dock även uttalat att bland de relevanta riskerna finns mer än vad som kan kopplas till de direkta kostnaderna för statsskulden. Övervägandena ska således innefatta hur statsskultsförvaltningen kan påverka statsfinanserna i stort. Exempelvis har regeringen noterat att en skuldportfölj som kan antas vara förknippad med höga kostnader när statsfinanserna är svaga är mer riskfylld än en portfölj där höga kostnader sammanfaller med starka statsfinanser. Detta synsätt kan kopplas till begreppet underskottsutjämning ("deficit smoothing"). Regeringen har även uttalat att statsskulden ska ses i ett samlat balansräkningsperspektiv, på så sätt att skuldens egenskaper bör avvägas med hänsyn till storleken på och sammansättningen av statens tillgångar (i vid mening). Det senare brukar betecknas som ett ALM-mässigt synsätt, där förkortningen kommer från engelskans "asset and liability management".

Att omsätta dessa, i viss mån motstridiga, begrepp i ett siffersatt beslutsunderlag är svårt. De samband som styr förväntade kostnader och risker av denna karaktär är komplexa och svårbedömda. Detsamma gäller själva valet av skuldportfölj. Det handlar om att bestämma vilka risker kopplade till statsskulden som



staten är beredd att ta i utbyte mot lägre förväntade kostnader. Den avvägningen påverkas dessutom av värderingsstyrda faktorer – i första hand statens syn på risk – som i än mindre grad kan kvantifieras på ett enkelt och tydligt sätt.

Riktlinjebesluten fattas därför inte helt enligt det teoretiska idealet baserat på formella portföljvalsmodeller. I sista hand är det kvalitativa bedömningar av såväl risker som riskpreferenser, och där risker av olika karaktär måste vägas in, som styr. Det finns ändå ett värde i att analysen av statsskuldsvärdet tar sin utgångspunkt i de grundläggande begreppen förväntad kostnad och risk. Inte minst ger det bättre möjligheter att formulera relevanta frågor. Även i de fall dessa frågor inte kan ges ett entydigt svar ger resonemangen de förändringar som underlag för beslut som för statsskuldsvärdet närmare målet om kostnadsminimering med beaktande av risk. En sådan fråga är vilken betydelse som det statsfinansiella läget och utsikterna bör ha för beslut om statsskuldens sammansättning och löptid.

### 1.2.1 Sambandet mellan skuldens storlek och risknivån

Vilket samband finns det mellan skuldens storlek och statens val av risktagande i statsskuldsvärdet? Resonemanget kring detta samband blir tydligast om man börjar med fallet att statsfinanserna är svaga och statsskulden stor, till exempel till följd av en djup och varaktig lågkonjunktur. I ett sådant läge är statsfinanserna känsliga för ytterligare påfrestningar. Extra allvarligt blir det om det uppstår oro för att staten, till exempel till följd av att den har stora kortfristiga lån, inte ska klara av att både täcka det tillkommande lånebehovet och refinansiera gamla lån. Om statsskulden uppfattas som en riskfaktor kan det vara nödvändigt att sänka de risker som härrör från statsskulden, i första hand genom att förlänga skuldens löptid för att därigenom minska ränteomsättnings- och refinansieringsriskerna. I den mån en sådan åtgärd dämpar oron för statsfinansernas hållbarhet kan den vara gynnsam från kostnadssynpunkt genom att räntorna går ner jämfört med hur de hade utvecklats om inga åtgärder vidtagits. Normalt är det dock ändamålsenligt att ingripa innan statsskulden i sig blir en riskkälla och även om detta initialt medför högre förväntade kostnader.

Scenariot ovan känns igen från den djupa ekonomiska och statsfinansiella krisen under första hälften av 1990-talet. Det tog sig bland annat uttryck i att statsskuldens löptid förlängdes i ett läge där lång upplåning var markant dyrare än kort. Eftersom statsskuldspolitikerna – och, än viktigare, budgetpolitiken – alltid måste styra bort från en situation där staten kan befaras inte klara av sina åtaganden, är restriktionen "med beaktande av risk" i ett så hårt ansträngt läge stark. Vad som kan uppfattas som dyrare upplåning kan då vara nödvändig för att sänka risknivån.

Nu är de statsfinansiella utsikterna helt annorlunda. Statsskulden minskar såväl absolut sett som i relation till BNP. Bakom minskningen ligger flera år av gynnsam ekonomisk utveckling som gör att skattebaserna växer och utgifterna på vissa områden går ner. I viss utsträckning beror minskningen även på att staten säljer tillgångar i form av aktier i statligt ägda bolag. I ett balansräkningsperspektiv påverkar det inte statens förmögenhetsställning – aktier byts mot likvida medel som används för att återbetala skulder. Men riskerna i statens balansräkning minskar lika fullt när staten samtidigt drar ner sin aktieportfölj och sin skuld.

Frågan är hur en sådan utveckling påverkar synen på risktagande i statsskuldsvärdet. Finns en symmetri i så måtto att starkare statsfinanser ökar utrymmet för risktagande på motsvarande sätt som svaga statsfinanser krymper det? Det rimliga svaret är ja, en bedömning som för övrigt gjorts redan i tidigare riktlinjer. Två typer av effekter är väsentliga.

För det första innebär en liten skuld att staten vid en oväntad uppgång i lånebehovet – oavsett orsak – har utrymme att låta skulden växa under en period, utan att vare sig ekonomiska eller politiska (till exempel EU-mässiga) restriktioner blir bindande. En liten skuld ger på så sätt staten mer tid att bedöma om den förändring som ligger bakom det ökade lånebehovet är tillfällig eller permanent. I det förra fallet kan skulden absorbera störningen, utan att staten behöver ändra vare sig övriga utgifter och inkomster eller inriktningen av statsskuldsvärdet. Vid en permanent försämring finns det mer tid att göra de förändringar i utgifter och skattesatser som blir nödvändiga på ett överlagt sätt. Dessa överväganden bör vara styrande för budgetpolitiken.

Den andra effekten har direkt anknytning till stats-skuldsförvaltningen. En liten skuld gör att statens ränteutgifter och räntekostnader sjunker (allt annat lika), absolut sett och normalt också som andel av statens totala utgifter. Genomslaget på statens budget och statsfinanserna i stort av en räntehöjning på nya och förfallande lån blir därmed mindre. Därmed ökar utrymmet att ta risk per upplånad krona inom ramen för en given total riskbegränsning. Till detta kommer att denna riskbegränsning inte behöver sättas lika snävt om statsfinanserna är tydligt robusta. Resonemanget i föregående stycke gäller förstås även statsskuldens kostnader. Förväntade räntekostnader på 40 miljarder kronor per år och en skuldkvot på väg mot 25 procent av BNP ger en helt annan beslutsituation än när kostnaderna översteg 100 miljarder kronor och skuldkvoten låg på 80 procent.

I ett läge där statsfinanserna framstår som orubbligt trygga och statskulden är mycket låg bortfaller *i princip* skälen att ta hänsyn till risk i statskuldsförvaltningen. Statskuldens bidrag till budgetosäkerheten blir då så litet att såväl variationer i genomsnittlig emissionsränta som resonemang om underskottsjämning och ALM saknar betydelse och strikt kostnadsminimering blir målet.

Slutsatsen att staten kan ta större risker i statskuldsförvaltningen ju mindre skulden är synes därmed entydig. Detta ger dock ingen direkt vägledning om hur stora risker som bör tas i ett givet läge, eftersom resonemangen bara avser en jämförelse mellan två tillstånd. Utgångspunkten i tidigare riktlinjebeslut har varit att den risknivå som kännetecknat den aktuella statskuldsportföljen varit väl avvägd. En förbättring av det statsfinansiella läget har därför motiverat att sänka de förväntade kostnaderna till priset av ett ökat finansiellt risktagande. Primärt har det skett genom att riktvärdet för skuldens löptid sänkts.

Frågan är om den minskning av skulden som väntas ske under de närmaste åren motiverar ytterligare omläggningar i statskulden i syfte att sänka de förväntade kostnaderna. Principiellt bör svaret vara ja.

En förutsättning är att förbättringen av statsfinanserna bedöms vara varaktig. Med i bilden bör därför finnas de långsiktiga statsfinansiella utsikterna. En aspekt

som då kan vara viktig att beakta är de påfrestningar på statsfinanserna som väntas komma när befolkningens åldersstruktur ändras markant. Budgetpolitiskt är detta tveklöst en väsentlig fråga redan nu, som bör påverka vilka åtaganden staten tar på sig och beslut om statsskuldens storlek. Till detta kommer den osäkerhet om ekonomins utveckling och kommande politiska beslut som alltid finns, i synnerhet på längre sikt.

Men ju längre tidsperspektivet blir, desto mer tveksamt är det vilken betydelse dessa faktorer har för de nu aktuella besluten om riktlinjer för statskuldsförvaltningen. I den mån påfrestningarna ligger bortom den tidshorisont då flertalet lån som emitteras under de närmaste åren ändå har förfallit har de liten bäring på hur statskulden bör förvaltas i det medellånga perspektivet. Här bör emellertid observeras att den statskuldspolitiska horisonten inte bara sträcker sig fram till förfallotidpunkten för de längsta lånen. I nästa avsnitt diskuteras även de förutsättningar för obligationsupplåningen som hänger samman med marknadens infrastruktur och institutionella uppbyggnad.

För den nu aktuella diskussionen kring effekterna av en minskad skuld är alltså det mycket långa perspektivet mindre relevant. Även om man kan föreställa sig att läget är ett annat om 15 eller 20 år, gör en minskad skuld under de närmaste åren att det finns anledning för staten att under den tidsperiod som årets riktlinjebeslut omfattar höja risknivån om de förväntade kostnaderna på så sätt kan sänkas.

Riksgälden bedömer däremot inte att en utveckling enligt de scenarier som skisseras ovan skulle föra statsfinanserna till en så säker zon att risk skulle bortfalla ur resonemangen. Detta skulle förutsätta en skuld avsevärt under de nivåer som framkommer ur beräkningarna i avsnitt 1.1. I så måtto är slutsatsen kvalitativ, det vill säga mer risk är godtagbar men lägsta möjliga kostnad till priset av extremt stora risker bör inte komma i fråga.

### **1.2.2 Praktiska aspekter på en sjunkande skuld *Obligationsmarknaden central***

I föregående avsnitt diskuteras vad de statsfinansiella utsikterna betyder för statens syn på hur statskulden ska förvaltas ur ett i första hand principiellt perspektiv. Slutsatsen är att det med en förhållandevis liten skuld

finns utrymme att söka minska de förväntade kostnaderna genom att ta större finansiella risker. I detta avsnitt diskuterar vi vissa praktiska aspekter av att statsskulden minskar.

De principiella resonemangen måste föras i ljuset av att det i praktiken inte finns samma djupa marknader för upplåning i alla löptider och alla instrument. Antalet långgivare och potentiella lånevolymer på exempelvis statsskuldväxelmärknaden är begränsad jämfört med den nominella obligationsmärknaden. Nominella obligationer ger tillgång till en stor och internationell investerarkas. Om statsskulden är stor eller om upplåningsbehovet växer snabbt behövs en vid krets av långgivare för att säkra upplåningen. Det är endast obligationsmärknaden som erbjuder det djup i märknaden som staten behöver för ett begränsat risktagande. Ett starkt beroende av ett begränsat antal svenska kassa- och penningmärknadsplacerare skulle skapa alltför stora risker även i ljuset av de närmaste årens minskande statsskuld.

En väsentlig aspekt är även hur de svenska räntemärknaderna påverkas av storleken på utbudet av statspapper. Sedan början av 1990-talet har statsskulden varit mer än tillräckligt stor för att möta efterfrågan på statspapper och ge underlag för aktiv andrahands-handel över ett brett löptidsspektrum. Både skulden som sådan och den aktivitet som följer av emissionerna har gett underlag för god likviditet, vilket minskar långgivarnas risker och sänker låntagarens kostnader. Riksgälden har även breddat utbudet av skuldinstrument, till exempel introducerat realobligationer (1994). Ett uttalat syfte var att öka diversifieringen av upplåningen, vilket var av stor vikt i det då rådande statsfinansiella läget. Genom att låna i flera skuldsdrag och i flera löptider når vi en bredare investerarkas, vilket ger billigare lån och minskar riskerna för att staten ska bli beroende av lånekostnaderna och aktörerna på en delmarknad. Det senare är av stor vikt i tider då statsfinanserna är ansträngda och lånebehovet därmed är stort.

Nu ser vi framför oss en period när läget är det omvända. När statsskulden krymper minskar betydelsen av att nå ut på flera märknader. Värdet av riskspridning minskar också. I förlängningen kan det därför vara svårt, och antagligen inte heller ändamålsenligt, att

fortsätta att ge ut många olika låneinstrument. Om utbudet i enskilda låneinstrument blir för litet, försämras likviditeten, vilket kan göra att lånekostnaderna (per upplånad krona) stiger. Ett alltför brett utbud av låneinstrument kan således komma i konflikt med strävan att ha låga kostnader eftersom likviditetspremier kan öka om skulden sprids ut på många lån.

Till skillnad från tidigare år då Riksgälden främst sökt efter möjligheter att bredda upplåningen (för att därigenom minska riskerna) ställs vi nu inför uppgiften att försöka se till att de fördelar som likvida och breda statsskuldsmärknader ger kan bibehållas även i en miljö med en markant mindre skuld. På sikt kan statsskultsförvaltningen här komma att ställas inför svåra avvägningar när det gäller att prioritera mellan de delmärknader och de instrument vi använder oss av.

Detta kan illustreras med ett exempel. Märknaden för nominell kronupplåning är den marknad där staten hämtar den övervägande delen av sin finansiering. Den nominella obligationsmärknaden är internationelliserad samtidigt som staten har komparativa fördelar som den mest kreditvärldige låntagaren i svenska kronor. Detta ger staten goda möjligheter att låna stora volymer på bästa tänkbara villkor. Av detta följer att vi bör ge ut obligationer i de löptider som är bäst anpassade för att skapa en attraktiv marknad för det nationella såväl som det internationella investerarkollektivet. Sannolikt är då de två-, fem- och tioåriga löptiderna de viktigaste. Dessa löptider handlas flitigast internationellt och används i första hand vid portfölj-omallokeringar och positionstagning via köp och försäljningar av räntepapper. De utestående volymerna i de mest omsatta löptiderna bör därför vara så pass stora att de erbjuder en god likviditet. Det är omöjligt att exakt slå fast hur stora volymerna bör vara, men en nedre gräns ligger sannolikt i intervallet 40–50 miljarder kronor.

Om vi tänker oss att Riksgälden ger ut en tioårig obligation var artonde månad och dessutom en längre obligation (femton eller tjuugoårig vid första emission) vart femte år så skulle staten ha åtta eller nio utestående benchmarklån vid var tidpunkt. Om stockarna i samtliga löptider bör vara 40–50 miljarder kronor så ger det en obligationsstock motsvarande 400–450 miljarder kronor. Det är i det närmaste lika mycket

som nu är utestående. Om vi återanknyter till vårt räkneexempel i avsnitt 1.1, lämnar således en sådan obligationsportfölj ett relativt litet utrymme för övriga instrument.

Riksgälden bedömer dock att statsskulden under de närmaste åren inte når ett läge där vi behöver förändra vår grundläggande lånestrategi eller vårt utbud av låneinstrument. Om statsskulden utvecklas enligt de scenarier som beskrivs i avsnitt 1.1, kan Riksgälden anpassa skulden och vårt agerande inom nuvarande huvudlinjer utan att vi riskerar att avvika från kostnadsminimeringsmålet. Självklart kommer volymerna och sannolikt även antalet löptider i respektive skuldslag att minska, men vi bedömer att det kan ske utan att likviditeten hämmas på ett sådant sätt att lånekostnaderna stiger.

Till bilden hör också att det är långt ifrån säkert att statsskulden når sådana nivåer att mer genomgripande förändringar blir nödvändiga. I stället för att nå nivåer som skissas på i räkneexemplet ovan, kan skulden komma att vända på en högre nivå och sedan på nytt börja växa. I ett sådant läge är det därför värdefullt för staten att den infrastruktur, i form av marknader för och investerare i svenska statspapper, som vuxit fram under åren med en stor skuld finns att tillgå. Erfarenheten visar att det kräver både tid och pengar (i form av dyrare upplåning) att bygga upp effektiva marknader och en god infrastruktur.

### **Användningen av derivat**

Det är också viktigt att notera att effekterna på räntemarknaderna i första hand beror på hur Riksgälden finansierar statsskulden. Kostnaderna och riskerna, å andra sidan, beror i huvudsak på vilka slutliga åtaganden staten har och dessa kan skilja sig avsevärt från hur skulden är finansierad genom att Riksgälden använder sig av derivatinstrument. Riktlinjerna avser därför skuldens egenskaper inklusive derivat. Möjligheterna att förändra skuldens egenskaper med hjälp av derivat påverkas också av skuldens storlek, eftersom staten hittills har varit en så stor aktör att vi inte har kunnat göra om mer än en mindre del av skulden via derivat. Tydligast är detta när det gäller ränteswappar i kronor, där Riksgälden sätter upp indikativa årliga limiter för hur stora transaktioner vi gör. För ett givet djup i derivatmarknaderna ökar utrymmet att förändra

skuldens egenskaper ju mindre statsskulden är. För att analysera hur en minskad statsskuld kan komma att påverka riktlinjerna måste således även tillgången på derivatinstrument beaktas.

### **1.2.3 Hur kan kostnaderna sänkas?**

#### **Skuldens löptid**

Den kvalitativa slutsatsen i avsnitt 1.2.1 (*Sambandet mellan skuldens storlek och risknivån*) och diskussionen i avsnitt 1.2.2 (*Praktiska aspekter på en sjunkande skuld*) leder över till frågan på vilket sätt skuldens egenskaper bör och kan förändras för att sänka de förväntade kostnaderna. Svaret i motsvarande situation i tidigare riktlinjer har varit att förkorta skuldens genomsnittliga löptid. Bakom denna rekommendation har legat bedömningen att långa räntor över långa perioder är högre än korta, det vill säga avkastningskurvan i genomsnitt har positiv lutning. De korta räntorna varierar mer och genomslaget på den genomsnittliga räntekostnaden blir större om en stor del av skulden har kort löptid och måste refinansieras till aktuella marknadsräntor, men nettoeffekten blir lägre kostnader så länge antagandet om avkastningskurvas lutning består.

Enligt mönstret från tidigare år skulle rekommendationen alltså vara att om staten är villig att ta större risker i syfte att sänka de förväntade kostnaderna bör statsskuldens genomsnittliga löptid förkortas. De nuvarande relationerna mellan räntor på statspapper med olika löptid gör den rekommendationen mindre självklar än tidigare. Skillnaderna mellan räntorna på korta och långa obligationer är nästintill försumbar. Visserligen är räntorna på statsskuldväxlar lägre än på obligationer, men det finns förväntningar om att Riksbanken under den närmaste tiden kommer att höja styrräntan. Om så blir fallet är det sannolikt att avkastningskurvan blir i stort sett horisontell. Det tydliga utbytesförhållande mellan förväntad kostnad och ränteomsättningsrisk som funnits med en markant uppåt lutande avkastningskurva är inte längre lika tydligt.

Det är här viktigt att betona en skillnad mot tidigare diskussioner om löptiden. En restriktion har då varit att löptiden i den nominella skulden inte får bli så kort att det inte längre vore möjligt att upprätthålla en attraktiv obligationsmarknad. I och med att lånebehovet nu är litet är det möjligt att i huvudsak styra

löptiden med derivat (ränteswappar). Det betyder att det nu är möjligt att till exempel förkorta riktvärdet för löptiden som avser skuldens ränteeponering utan att finansieringen förkortas eller obligationsupplåningen minskas.

Riksgälden anser att det är olämpligt att låta det aktuella ränteläget styra beslutet i regeringens riktlinjer om riktvärde för statsskuldens löptid. Här måste ett mer långsiktigt synsätt vara vägledande. Det kan visa sig att avkastningsrelationerna framöver kommer att vara annorlunda. Å andra sidan finns inga starka skäl för att påskynda en förkortning av löptiden med hänvisning till att det skulle ge lägre förväntade kostnader. Även om det gamla mönstret där kortare löptid ger lägre ränta i det långa loppet visar sig bestå, är utbytesförhållandet just nu inte särskilt gynnsamt. Med andra ord kan man säga att det i dagsläget är (i det närmaste) gratis att invänta mer information.

Till detta resonemang kan fogas att det finns en diskussion om att den pågående minskningen av statskulden kan bidra till att de långa räntorna går ner ytterligare och att avkastningskurvan varaktigt kan komma att få en negativ lutning, i vart fall i den längsta delen. Orsaken skulle vara stor efterfrågan från placarare som av matchningsskäl vill ha långa statspapper, till exempel försäkringsbolag och pensionsfonder, i förhållande till det utbud som staten tillhandahåller. Minskningen av statskulden kan skynda på ett sådant förlopp. Detta stärker slutsatsen att det vore förhastat att i år föreslå en förkortning av skuldens löptid.

I huvudsak påverkar emellertid dessa mekanismer avkastningskurvan för statspapper och företrädesvis i löptider längre än fem år. Under våren har räntan på vår trettonåriga obligation varit lägre än räntan på den femåriga. Räntekurvan för swappräntor har dock haft positiv lutning. Vi kan i princip utnyttja ränteskillnader mellan olika löptider på statsobligationer för att sänka kostnaderna utan att för den skull behöva ändrade riktlinjer för statsskuldens genomsnittliga löptid. Orsaken är att vi genom att swappa en större del av obligationsskulden till korta räntor kan låna i långa löptider utan att skuldens löptid förlängs. Det vi då tillgodogör oss i termer av lägre kostnader är den större swappspreaden (skillnaden mellan swappränta och statspappersränta) vid längre löptider. Vill man

i stället låsa in potentiellt låga räntenivåer på långa nominella statsobligationer så ska man avstå från att swappa sådan upplåning till korta räntor. Detta skulle, allt annat lika, kräva en förlängning av löptidsmålet. Med en inverterad avkastningskurva, både för swapp- och obligationsräntor, bortfaller behovet av att göra en avvägning mellan förväntad kostnad och ränteomsättningsrisk. Staten kan då sänka båda genom att förlänga skuldens löptid.<sup>4</sup>

Riksgälden bedömer mot denna bakgrund att det inte finns tillräckliga skäl att i dag ändra riktvärdet för statsskuldens löptid i förhållande till det indikativa beslut som regeringen fattade 2006. Förslag om riktvärde för skuldens löptid ges i avsnitt 3.4. Frågan kan dock få förnyad aktualitet i kommande års riktlinjer.

### **Skuldens sammansättning**

När det gäller skuldens sammansättning gör vi numera bedömningen att det inte finns anledning att räkna med att de förväntade kostnaderna påverkas nämnvärt av valet mellan nominell kronskuld, real kronskuld och valutaskuld. Här handlar det i stället primärt om att risknivån i skulden blir lägre genom att den innefattar tre skudslag i stället för bara ett eller två, det vill säga en diversifieringseffekt. Därmed ger omfördelningar *mellan* de tre skudslagen sannolikt litet utbyte i termer av förväntad kostnad.

I den här bedömningen ingår som en förutsättning att valutaskulden har ungefär nuvarande sammansättning. Den kännetecknas av att Riksgälden lagt tonvikt på att sprida riskerna mellan flera valutor och att valutaskulden ska ha liten valutakursrisk. Ändras valutasammansättningen skulle valutaskulden också få andra egenskaper. Beslutet om valutaskuldens sammansättning är delegerat till Riksgälden, men det finns anledning att här ta upp vissa principfrågor och

<sup>4</sup> Om långa räntor blir lägre än korta, sätts riskbegränsningen i stället av att marknadsvärdesriskerna kan bli relevanta om staten ger ut så mycket långa obligationer att återköp före förfall kan bli nödvändiga om statskulden skulle minska markant. Dock bör staten kunna acceptera betydande marknadsvärdesriskerna i ett läge när statskulden är liten. Symmetriskäl talar för att riskaversion bör vara låg i ett sådant läge, oavsett vilken typ av risk det är fråga om.

de möjligheter som står till buds, särskilt som regeringens beslut om valutaskuldens andel baserats på att Riksgälden hanterar valutaskuldens sammansättning på ett visst sätt.

Riksgälden bedömer att det mot bakgrund av att staten kan tänka sig att acceptera större risker kan finnas skäl att förändra valutaskuldens sammansättning. Vi har redan tagit vissa steg i den riktningen genom att andelen schweizerfranc är större än vad som är motiverat utifrån en strävan att minimera valutariskerna. Det har skett med hänvisning till att schweiziska räntor är systematiskt låga och att räntedifferensen historiskt sett inte uppvägts av att valutans värde ökat i motsvarande grad. Det finns nu anledning att undersöka om valutaskuldens sammansättning kan förändras ytterligare så att den ger lägre förväntade kostnader. Vi återkommer till detta i avsnitt 3.1.

En förändring i sådan riktning får återverkningar på övriga delar av riktlinjerna. Som vi underströk ovan är utgångspunkten för gällande riktlinjer att valutaskulden har samma förväntade kostnader som övriga skuldslag och att den motiveras av diversifieringsskäl. Valutaandelen är satt till 15 procent med argumentet att det bör ge en märkbar diversifieringseffekt utan valutakursrisker av nämnvärd betydelse. Om valutaskuldens sammansättning ändras med inriktning på att sänka den förväntade kostnaden (till priset av högre risk och eventuellt minskad diversifiering av ränteriskerna), gäller denna analys inte längre. Därigenom aktualiseras frågan om hur stor valutaandelen bör vara.

Dilemmat är att vi inte har några robusta metoder eller modeller för att kalibrera andelen i termer av avvägningen mellan kostnad och risk. Vi är hänvisade till bedömningar. Även slutsatsen att 15 procent är en lämplig andel för att uppnå en väl avvägd diversifieringseffekt grundas på en bedömning. I så måtto är det nya bara att underlaget för bedömningen måste vara annorlunda.

Ett pragmatiskt ställningstagande inför 2008 kan vara att säga att med ett större riskinslag förblir en valutaandel på 15 procent väl avvägd i ett läge där staten är beredd att acceptera något större risker. Valet av andel är i viss bemärkelse godtyckligt, men om den bakomliggande analysen är rimlig kan man ändå hävda att en omviktning av valutaskulden för staten närmare målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

### **Slutsats**

Sammanfattningsvis går det inte att bortse från att den minskande statsskulden innebär nya utmaningar för statsskuldshöveln. Det gäller bland annat att tillvarata den under lång tid uppbyggda infrastrukturen med likvida marknader, gott investerarförtroende, återförsäljare och så vidare. Med de skuldnivåer vi når i vårt räkneexempel (avsnitt 1.1) ser vi framför oss ett antal möjliga vägar för att nå detta mål. Exempel på åtgärder som redan genomförts eller kan genomföras är att koncentrera upplåningen till färre löptider, slopa auktionstillfällen, och koncentrera upplåningen till nominella obligationer.

Med andra ord är vår slutsats att även om statsskuldshöveln i och med överskotten ställs inför en del svåra avvägningar är det ännu inte så att riktlinjerna för statsskuldens sammansättning och löptid behöver ändras. Om inte skulden de närmaste åren minskar betydligt mer än vad som ligger i nuvarande prognoser, finns det åtgärder att ta till som gör att likviditeten på de olika delmarknaderna förblir tillfredsställande och att statens kostnader inte ökar till följd av att skulden är fördelad på för många instrument. I ljuset av de starkare statsfinanserna anser vi dock att det finns skäl att se över valutaskuldens sammansättning för att om möjligt sänka de förväntade kostnaderna till priset av en något högre risk i valutaskulden.

# 2 Styrning av den samlade löptiden

## 2.1 Den samlade löptidens roll

Regeringen beslutar sedan i föl om ett riktvärde för statsskuldens löptid, mätt som genomsnittlig räntebindningstid (GRT), där alla skuldslagen ingår.<sup>5</sup> Genom riktvärdet för GRT styrs skuldens ränteomsättningsrisk och refinansieringsrisk. Samtidigt påverkar valet av GRT den förväntade kostnaden. Syftet med ett samlat löptidsmått är således att regeringen ska kunna ge uttryck för en helhetssyn på avvägningen mellan förväntad kostnad och risk.

Samtidigt som regeringen beslutar om det samlade GRT-riktvärdet uppdrar regeringen åt Riksgälden att fastställa interna riktlinjer för hur räntebindningstiden ska fördelas mellan de tre delskulderna. Anledningen är att det är möjligt att uppnå en viss GRT med många olika kombinationer av löptider på respektive skuldslag. För att uppnå en ändamålsenlig styrning måste löptiden därför fördelas på riktmärken för respektive skuldslag. Vidare uppdrar regeringen till Riksgälden att fastställa operativa avvikelseintervall kring respektive skuldslags riktmärke. Den löpande och operativa styrningen sker sedan mot varje delskulds riktmärke.<sup>6</sup>

Riksgäldens förslag för den samlade löptiden baseras på analyser och överväganden kring respektive delskulds löptid. Även om det vore principiellt önskvärt att riktvärdet för den samlade löptiden kunde härledas

från vad som sammantaget gav en välavvägd löptid och först därefter fördela dessa mellan skuldslagen har detta inte bedömts som en framkomlig väg. Orsaken är att det är nödvändigt att vid avvägningen mellan kostnad och risk också beakta förutsättningarna och egenskaperna för varje skuldslag.

Sammantaget innebär detta att den samlade löptiden är ett verktyg för regeringens styrning av statsskuldens löptid på en överordnad nivå. Genom att ange riktlinjer för den samlade löptiden kan regeringen besluta om inriktningen på en övergripande nivå och delegera genomförandet till Riksgälden. Riksgälden fördelar löptiden på delskulderna så att den samlade löptiden uppnås. Den samlade löptiden har därmed ingen styrande roll i den löpande förvaltningen. I den löpande verksamheten styrs i stället skuldslagen mot respektive riktmärke. Av detta följer även att uppföljning och utvärdering i första hand görs med avseende på hur delskulderna utvecklats i förhållande till sina riktmärken och de bakomliggande övervägandena.

## 2.2 Den samlade löptidens utveckling

Som framgick i avsnitt 2.1 utgörs den samlade löptiden av en sammanvägning av delskuldernas löptider. Så länge delskuldernas löptider och andelar ligger fast ändras inte den samlade löptiden. Om löptidsriktmärken och/eller målandelar för delskulderna ändras kan riktvärdet för den samlade löptiden också behöva ändras.

I praktiken påverkas den samlade löptiden dock också av vilken möjlighet det finns att styra delskulderna mot löptidsriktmärken och målandelar. Den nominella kronskulden och valutaskulden kan relativt lätt styras mot sina riktmärken/målandelar. Däremot är styrbarheten liten för realskulden. I praktiken är det därför realskuldens löptid som påverkar utvecklingen av den samlade löptiden. Svaret på frågan om när den sam-

<sup>5</sup> Tidigare fastställde regeringen endast ett samlat riktvärde den nominella kronskulden och valutaskulden. Nu ingår även realskulden. Se fjolårets riktlinjeförslag (Riksgälden Dnr 2006/1679) och riktlinjebeslut (regeringsbeslut 9 november 2006). För en utförlig diskussion kring löptidens kostnad och riskaspekter samt GRT-måttet, se riktlinjeförslaget inför 2006 (Dnr 2005/1792).

<sup>6</sup> Vid beräkning av den samlade löptiden vägs delskuldernas faktiska löptider ihop med dess målandelar (dvs. 15 procent valutaskuld, 25 procent realskuld och 60 procent nominell skuld). Genom att använda målandelarna undviks anpassningsproblem som skulle uppstå genom att de faktiska andelarna rör sig.

lade löptiden kan förväntas stabiliseras ligger därför – så länge löptidsriktmärken för nominella kronskulden och valutaskulden och målandelar ligger fast – i hur realskulden utvecklas. Vi ska därför i det följande närmare diskutera realskuldens löptid.

### 2.2.1 Realskuldens löptid

I praktiken kan löptiden i realskulden endast styras genom nyemissioner, byten och återköp. Då marknaden för inflationsderivat ännu är relativt utvecklad bedömer vi att det i dagsläget är alltför dyrt att utnyttja derivat för att styra realskuldens löptid. Till bilden hör också att emissionsvolymerna i realobligationer är små i förhållande till realskuldens storlek, vilket gör att emissioner får litet genomslag på löptiden. Realobligationsmarknaden är vidare inte lika djup och likvid som marknaden för nominella obligationer, vilket gör att vi av kostnadsskäl inte alltid kan välja att emittera i löptider som skulle styra skulden mot ett visst riktmärke.

Detta innebär att tidens gång, som för utestående obligationer närmare förfall, är den helt dominerande faktorn som styr realskuldens löptid – åtminstone så länge vi inte ger ut någon ny och längre obligation. Löptiden i den utestående stocken kommer därmed gradvis att minska med tiden. Det återspeglas i gällande riktlinjer där riktvärdet för den samlade löptiden successivt minskar på grund av att realskuldens löptid minskar.<sup>7</sup>

För att svara på frågan om när och under vilka förutsättningar den samlade löptiden stabiliseras räcker det alltså att studera realskuldens löptid. Vi börjar med att syna argumenten som lett fram till dagens löptid. Därefter blickar vi framåt.

#### **Argument vid introduktionen av real upplåning**

Kostnadsbesparing var huvudargumentet som upplåning i realobligationer vilade på när de introducerades i början av 1994. Resonemanget byggde på att placera i allmänhet är mer intresserade av den reala än den nominella avkastningen och därför borde vara villiga att betala en premie för att undvika inflationsrisk. Genom att emittera realobligationer skulle staten kunna tillgodogöra sig denna premie.

<sup>7</sup> Se tabell 4 i Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2007 (regeringsbeslut 9 november 2006).

Därtill var Riksgäldens och regeringens bedömning ursprungligen att realobligationer lämpligen skulle emitteras med en löptid på 10–20 år. Bedömningen vilade på resonemanget att osäkerheten om framtida inflationsutveckling är större ju längre placeringshorisonten är. Därmed borde investerarens vilja att betala för inflationskydd vara större ju längre löptiden på obligationen är.

#### **Ett gradvis förändrat synsätt**

Under åren 1994–2006 fastslog regeringen inte någon specifik löptid för realskulden. Marknadsförutsättningarna gjorde det svårt att styra räntebindingstiden i reallåneportföljen. Svårigheten bottnade i att derivatinstrument saknades, vilket innebar att Riksgälden endast hade emissionerna som styrmedel. Då dessutom realupplåningen till stor del var efterfrågestyrd – realobligationsmarknaden hade inte den likviditet som krävdes för att vi i alla lägen skulle kunna emittera i den löptid vi önskade – och emissionsvolymerna i normalfallet var små i förhållande till den utestående stocken innebar detta att vad vi hade att tillgå var ett trubbigt instrument för styrning av skuldens löptid.

I stället för ett fast riktvärde utformades därför riktlinjen för löptiden de första åren så att Riksgälden skulle inrikta sig på att i första hand emittera reallån med räntebindingstider på tio år eller längre.

Trots att inflationsosäkerheten torde vara störst på lång sikt visade erfarenheten snart att efterfrågeläget i marknaden varierade och att de korta lånen periodvis var de mest efterfrågade. Regeringen ansåg att det var viktigt att Riksgälden hade möjlighet att möta efterfrågan i syfte att främja likviditeten och justerade därför den undre gränsen för löptiden i upplåningen gradvis nedåt så att det kortaste lånet förblev ett emissionslån. Dock skulle realupplåningen fortsatt ha lång löptid i genomsnitt, eftersom inflationsriskpremien borde vara störst i det längre löptidssegmentet.

Inför 2005 tog regeringen slutligen bort löptidsbegränsningen, som då var att nyemitterade realobligationer skulle ha en löptid på minst fem år, med motivet att den inte fyllde någon egentlig funktion. Erfarenheterna styrkte inte att det regelmässigt var billigast med lång upplåning. Valet av löptid i Riksgäldens



emissioner av realobligationer skulle därefter – liksom beslutet om hur mycket som skulle emitteras – styras av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldsdrag med beaktande av risk.

I riktlinjerna för 2007 tog så regeringen steget fullt ut och inkluderade realskulden i riktvärdet för den samlade löptiden. Genom ett samlat riktvärde för hela skuldens löptid skulle regeringen få bättre förutsättningar att styra de förväntade kostnader och risker som statsskulden är förknippad med. Vid samma tillfälle utökades Riksgäldens mandat att besluta om löptidsriktmärken för de enskilda delskulderna till att även inkludera realskulden. Regeringen framhöll att den reella styrningen av löptiden bör skötas på operativ nivå, eftersom en mer detaljerad styrning av regeringen riskerar att leda till transaktionskostnader som inte står i proportion till de fördelar som kan uppnås. Riksgälden valde av praktiskt betingade skäl – som framgick ovan – att låta riktmärket för realskulden falla i takt med att utestående lån närmar sig förfall.

### ***Realskuldens löptid framöver***

Det finns skäl som talar för att realobligationskurvan på sikt ska sträcka sig till åtminstone 15 år. Realobligationsmarknaden kräver inte på samma sätt som den nominella att det hela tiden finns en utestående tioårig löptid. Vi kan därför ha färre utestående löptider. Med den mindre statsskulden vi förväntar oss och med en utestående volym på exempelvis 40–50 miljarder kronor per lån finns det inte utrymme för mer än tre till fyra löptider.<sup>8</sup> Den kortaste bör då vara ca fem år och den längsta cirka 15 år alternativt 20 år. Tre löptider är också vad som minst bör finnas för att investerarna ska kunna ta positioner genom att omfördela sina innehav.

Realskuldens löptid skulle då fortsätta att minska de närmaste åren i takt med att utestående obligationer närmar sig förfall. Exakt vilken löptid vi på sikt kommer att landa i – om och när vi nått vår 15/20-åriga

<sup>8</sup> Notera att en stock på 150 miljarder kronor mätt i konventionella termer kan vara förenlig med en realandel på 25 procent mätt i termer av det andelsmätt som tillämpas i riktlinjerna. Det senare ger en betydligt högre realandel i och med att det inkluderar framtida inflationskompensation. Vid halvårsskiftet var exempelvis realandelen mätt enligt det konventionella statsskulds-måttet 18,4 procent medan realandelen enligt riktlinjemåttet Skuldens Summerade Kassaflöden (SSK) uppgick till 26 procent.

realkurva – är omöjligt att svara på, bl.a. därför att den genomsnittliga löptiden kommer att variera över ett brett intervall om vi arbetar med få lån och exempelvis fem år mellan förfallen. Klart är dock att den genomsnittliga löptiden i detta fall blir kortare än i dag.

Realskulden har i dag en löptid på knappt 10,8 år. Att realskulden är så lång beror på att vi tidigare, som diskuterades ovan, utgick ifrån att det fanns kostnadsfördelar med extra lång realupplåning. Erfarenheterna har gjort att vi gradvis har omprövat denna ståndpunkt. Den eventuella extra inflationsriskpremie som staten kan tjäna på lång realupplåning motverkas i praktiken av att löptids- och likviditetsriskpremierna ökar ju längre ut på kurvan staten lånar. De senaste åren har staten därför successivt lånat i allt kortare löptider i realskulden. Vår bedömning är att den policyn är ändamålsenlig även framöver, vilket betyder att realskuldens löptid den kommande femårsperioden gradvis bör fortsätta att minska.

Bortom femårshorisonten räknar vi med, så långt vi nu kan bedöma, att löptiden i realskulden stabiliseras antingen genom att vi med viss periodicitet ger ut ett nytt femtonårigt lån eller alternativt ett ännu längre lån, till exempel ett tjugonårigt lån. Så länge vi inte har tillgång till en väl utvecklad inflationsderivatmarknad innebär det i praktiken att realskuldens löptid kommer att följa ett sågtandsmönster. Mellan nyemissionerna minskar löptiden successivt för att åter öka när ett reallån förfaller eller när en ny lång löptid introduceras. Den samlade löptiden stabiliseras med andra ord inte på ett absolut, fast riktvärde. Under i övrigt konstanta förhållanden kommer den däremot att fluktuera runt en långsiktigt stabil löptid.

### **2.2.2 Skuldens samlade löptid – framåtblick**

Den samlade löptidens utveckling avgörs alltså – så länge riktmärken och målandelar ligger fast – av utvecklingen i realskuldens löptid. Det är i dag svårt att förutse exakt hur löptiden i realskulden kommer att utvecklas på längre sikt. För att få en bild av utvecklingen måste ett antal faktorer beaktas och antaganden göras.

För det första måste kostnadsaspekten beaktas. I föregående avsnitt beskrev vi hur synen på realskuldens löptid utvecklats genom åren och var vi står i dag.

Hur kostnaderna för att låna i olika löptider kommer att utvecklas är naturligtvis svårt att sja om, eftersom efterfrågan, och därmed realräntan, break-even inflation med mera, varierar över tiden. I vilka löptider efterfrågan på realobligationer kommer att vara störst vid tidpunkten för introduktion av ett nytt realobligationslån är därför omöjligt att i dag avgöra. Detta har bäring på hur lång den längsta löptiden i realmarknaden bör vara. Här har vi diskuterat två alternativ, 15 eller 20 år. Det finns i dag ingen anledning att låsa sig vid något alternativ. Vi har redan nu en realobligation som är 21 år. Det är troligt att ett beslut i denna fråga kan anstå åtminstone fem år.

En andra viktig faktor är lånebehovsutvecklingen. Aktuella prognoser pekar på stora överskott. Andelen realobligationer ökar då genom att den totala skulden minskar. Upplåningen i realobligationer kan då behöva minska eftersom andelen realobligationer riskerar att överstiga målandelen. En minskad nyupplåning i realobligationer medför i sin tur att löptiden minskar snabbare än vad som annars skulle vara fallet. Vi analyserar för närvarande utvecklingen av realandelen och vilka konsekvenser en ökande andel medför, se avsnitt 3.2. Det är dock för tidigt att redan nu avgöra vilka åtgärder som bör vidtas.

Vi vet dock att realskuldens löptid under de närmaste tre åren (2008–2010) enbart genom tidens gång sjunker med i snitt cirka 0,7 år per år. I samband med

framtida eventuella byten eller återköp kan löptiden (som vi mäter den) komma att förlängas genom att vi vid kursriskneutrala byten köper tillbaka större volymer (i kortare löptider) än vi ger ut (i längre löptider).

Även om vi alltså inte med bestämdhet kan säga när den samlade skuldens löptid slutar att förändras trendmässigt står det klart att löptiden under den kommande femårsperioden kommer att minska. Därefter räknar vi med att löptiden ska stabiliseras runt ett långsiktigt medelvärde. Årliga variationer runt detta förklaras av att vi inte ger ut ett nytt reallån varje år, vilket medför perioder med förkortning av löptiden som sedan återigen förlängs vid nyintroduktioner och förfall.

## 2.3 Slutsats

Den samlade löptiden kommer successivt att minska de närmaste åren. Skälet är att löptiden i realskulden gradvis sjunker allteftersom utestående realobligationer kommer närmare förfall. Hur löptiden utvecklas exakt bör tillåtas bero på den fortsatta lånebehovsutvecklingen, och därmed utvecklingen av realskuldens andel, samt de byten eller andra åtgärder vi kan behöva vidta för att minska realskuldens storlek. På längre sikt kan vi sannolikt hålla den samlade skuldens löptid vid ett långsiktigt medelvärde. Att årliga fluktuationer runt ett sådant löptidsriktvärde måste tillåtas ser vi dock som ofrånkomligt så länge inflationsderivatmarknaderna är outvecklade.

# 3 Förslag till riktlinjer

## 3.1 Valutaskuld (amortering och andel)

**Riksgäldens förslag:** Andelen valutaskuld ska minska till 15 procent av statsskulden. Runt målandelen ska ett styrintervall på  $\pm 2$  procentenheter läggas.

Riktvärdet för amorteringstakten ska sättas till 40 miljarder kronor under 2008. Riksgälden får avvika från den angivna amorteringstakten med  $\pm 15$  miljarder kronor.

Omkring årsskiftet 2008/2009 bör det nya andelsbaserade styrsystemet kunna införas. Riksgälden ska återkomma till regeringen när det bedöms som lämpligt att övergå till ett andelsbaserat styrsystem.

### 3.1.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i fjol att andelen valutaskuld långsiktigt ska minska till 15 procent och att riktvärdet för amorteringstakten under 2007 skulle vara 40 miljarder kronor.<sup>9</sup> Även för 2008 och 2009 sattes amorteringstakten till 40 miljarder kronor. Regeringen beslutade också att Riksgälden ska ha möjlighet att avvika från amorteringsriktvärdet med  $\pm 15$  miljarder kronor. Flexibiliteten ska användas för att främja målet att minimera kostnaderna med beaktande av risk.

I fjolårets riktlinjer beslutade regeringen även att införa ett nytt styrsystem för styrning av skuldandelarna. Styrsystemet innebär att regeringen ska ange ett riktvärde för andelen valutaskuld och ett styrintervall runt detta riktvärde. Regeringen beslutade dock att vänta

<sup>9</sup> Beräkning av andelar baseras på måttet Statsskuldens Summerade Kassaflöden (SSK). För en utförlig beskrivning se riktlinjeförslaget inför 2007 (Dnr 2006/1679).

med införandet av det nya styrsystemet tills valutaskulden nått sin långsiktigt önskade nivå.

### 3.1.2 Överväganden och förslag

Som framkom i avsnitt 1.2.3 föreslår vi ingen förändring av målandelen. I likhet med diskussionen i fjolårets riktlinjeförslag bedömer vi ett styrintervall på  $\pm 2$  procentenheter som välavvägt.

Regeringen angav i fjol att inriktningen för amorteringstakten 2008 och 2009 bör vara 40 miljarder kronor. Detta var en ökning från det förslag som Riksgälden lagt på 25 miljarder kronor för respektive år. Orsaken till den ökade takten var att de statsfinansiella förutsättningarna ändrades markant genom främst ökade skatteintäkter och minskade utgifter. Dessutom förväntades stora försäljningsintäkter ytterligare reducera statens lånebehov. Det fanns därför utrymme att öka amorteringstakten för att dels minska risken, dels snabbare nå målandelen.

Enligt Riksgälden har inget tillkommit som gör att riktvärdet för amorteringstakten bör ändras. Visserligen uppvisar statsfinanserna en fortsatt positiv utveckling, vilket kunde tala för att öka amorteringstakten ytterligare. Mot detta talar att utrymmet för amorteringar är begränsat. Under nästa år förfaller cirka 50 miljarder kronor i valutalån. Att amortera mer än 50 miljarder skulle därför kräva återköp av utestående lån vilket sannolikt skulle vara kostsamt. Dessutom behövs en buffert i amorteringstakten för att inte valutakursändringar ska göra att amorteringsmålet överskrids. Slutligen innebär en ökning av takten att målandelen endast nås marginellt tidigare, det vill säga riskreduceringen är liten av en ökad takt.

Riksgälden föreslår ingen amorteringstakt för 2009 och därefter. Gällande prognoser pekar på att målan-

delen uppnås kring årsskiftet 2008/2009. Det nya andelsbaserade styrsystemet ska då ersätta systemet med en beloppssatt amorteringstakt. Exakt när det blir aktuellt att byta system är dock svårt att redan nu säga. Förutom amorteringstakten avgör lånebehovets och kronkursens utveckling när målandelen uppnås. Riksgälden föreslår därför att vi återkommer till regeringen med ett förslag om att byta styrsystem när det bedöms som lämpligt.

### 3.1.3 Valutaskuldens sammansättning

I avsnitt 1.2 konstaterade vi att en minskad statsskuld bör innebära att risken kan ökas, givet att de förväntade kostnaderna därigenom minskar. En framkomlig väg för att åstadkomma detta är att förändra valutaskuldens sammansättning. Dagens sammansättning av valutaskulden siktar på att valutaskulden ska ha låg valutakursrisk.

Med dagens gynnsamma statsfinansiella läge finns det anledning att undersöka möjligheten att minska de förväntade kostnaderna genom att ändra valutaskuldens sammansättning. Riksgälden avser att se över valutaskuldens sammansättning med utgångspunkt i att vi ska eftersträva lägre förväntade kostnader snarare än som hittills då målet varit låg valutakursrisk.

## 3.2 Andel realskuld

**Riksgäldens förslag:** Andelen real kronskuld ska vara 25 procent av statsskulden. Riksgälden ska lägga fast ett avvikelseintervall kring andelen för realskulden.

### 3.2.1 Gällande riktlinjer

Riksgäldens förslag motsvarar gällande riktlinjer.

### 3.2.2 Överväganden och förslag

Riksgälden föreslår ingen förändring av riktvärdet för målandelen. Tidigare diskussioner och analyser har pekat på att 25 procent kan anses som ett rimligt riktvärde utifrån ett kostnads- och riskperspektiv.<sup>10</sup> Enligt Riksgälden finns det för närvarande inget som ur ett kostnads- och riskperspektiv pekar på en annan målandel. Däremot medför den förväntade minskningen

<sup>10</sup> Beräkning av andelar baseras på måttet Statsskuldens Summerade Kassaflöden (SSK). För utförlig beskrivning se riktlinjeförslaget inför 2007 (Dnr 2006/1679).

av statsskulden att realandelen trendmässigt kommer att öka. Det finns därför anledning att analysera hur detta ska hanteras.

Att en minskad statsskuld medför att realandelen ökar beror på att det inte finns någon möjlighet att på kort- till medellång sikt styra realskulden annat än i grova drag. Anledningen är främst att realandelen endast i begränsad utsträckning påverkas av emissioner och förfall. Inom de närmaste åren förfaller endast små volymer. Det finns heller inte en tillräckligt väl utvecklad marknad för reala derivatinstrument att tillgå för att styra realandelen. Till detta kommer att större uppköp i syfte att minska den utestående stocken av utestående lån skulle kunna bli kostsamma. Denna tröghet gör att det är svårt att på kort till medellång sikt justera andelen realskuld för förändringar i den totala skuldens storlek. En minskning av storleken på statsskulden – dvs. den utveckligen som vi ser idag – medför därför att andelen realskuld automatiskt ökar och andelen kommer att överstiga riktvärdet under de närmaste åren.

Andelen realskuld ligger för närvarande på 26 procent (2007-08-31), det vill säga över riktvärdet men inom avvikelseintervallet på  $\pm 2$  procentenheter. Våra beräkningar (baserat på gällande lånebehovsprognoser och låneplan) visar att andelen under 2008 periodvis kommer att nå upp mot cirka 30 procent, för att mot slutet av året minska till cirka 27 procent i samband med ett förfall.

I fjolårets riktlinjeförslag pekade våra analyser på att ett avvikelseintervall på  $\pm 2$  till 3 procentenheter skulle behövas. Riksgälden beslutade sedan att intervallet skulle vara  $\pm 2$  procentenheter. Vi kommer nu med stor sannolikhet att behöva ett utrymme på upp mot  $\pm 5$  procentenheter, dvs. klart över de indikationer som fjolårets beräkningar gav. Anledningen är att det, som diskuterades ovan, inte finns möjligheter att minska realandelen till rimliga kostnader. Emissionstakten har redan dragits ned, men en viss närvaro på primärmarknaden bedöms dock som viktig för att realmarknaden ska fortsätta fungera väl och även i framtiden utgöra en möjlig finansieringskälla.

Drar man ut tidsperspektivet pekar våra beräkningar på att realandelen åren efter 2008 sannolikt åter kommer att nå nivåer på över 30 procent. Återigen är det

den minskade totala skulden som gör att realandelen ökar. Andelen realskuld kommer att, i större omfattning, minska först när lån förfaller. År 2012 förfaller lån 3106, men andelen kommer trots detta fortfarande att ligga över målandelen 25 procent. Nästa större förfall är 2015, då lån 3105 förfaller. Detta lån är stort och minskar därför andelen avsevärt.

Sammantaget pekar detta på att den långsiktiga styrningen av realandelen kommer att behöva ses över. Frågan är dock inte enkel eftersom såväl principiella som praktiska aspekter måste beaktas. Exempelvis måste hänsyn tas till hur synen på risker påverkas av en sjunkande skuld, vilket diskuterades i avsnitt 1.2.1. Vidare bör, som framgick av avsnitt 1.2.2, hänsyn tas till att bevara uppbyggd infrastruktur och ett gott investerarförtroende. Hur lånebehovet, och därmed andelen realskuld, kommer att utvecklas efter 2008 kan heller inte i dag med säkerhet avgöras. Det finns därför behov av att mer på djupet analysera den långsiktiga realandelen. Vidare bör diskussioner föras med marknadens aktörer kring konsekvenser av olika alternativ. Riksgälden kommer att återkomma till frågan i nästa års riktlinjeförslag.

### 3.3 Andel nominell kronskuld

**Riksgäldens förslag:** Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor. Målandelen för den nominella kronskulden blir därmed definitionsmässigt 60 procent av statsskulden.

#### 3.3.1 Gällande riktlinjer

Riksgäldens förslag motsvarar gällande riktlinjer.

#### 3.3.2 Överväganden och förslag

Riktlinjerna för statsskultsförvaltningen bygger på att skulden delas in i tre komponenter: reallån, valutalån och nominella kronlån. Med riktlinjer angivna för real skuld och skuld i utländsk valuta följer definitionsmässigt att den resterande delen av skulden ska bestå 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.

### 3.4 Löptid

**Riksgäldens förslag:** Riktvärdet för den samlade löptiden i statsskulden ska vid slutet av 2008 vara 4,8 år. Inriktningen för motsvarande tidpunkter 2009 och 2010 ska vara 4,6 respektive 4,5 år. Riksgälden ska bryta ned det samlade riktvärdet för skulden till separata riktmärken för varje enskilt skuldslag samt ange riktlinjer för den operativa styrningen av löptiderna.

#### 3.4.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i fjol att riktmärket för den samlade löptiden i statsskulden skulle vara 4,7 år vid slutet av 2007. Inriktningen för motsvarande tidpunkter 2008 och 2009 skulle vara 4,6 respektive 4,4 år.<sup>11</sup> Regeringens beslut innebar även att alla skuldslag nu ingår i den samlade löptiden (se avsnitt 2.1).

#### 3.4.2 Överväganden och förslag

I fjolårets riktlinjeförslag diskuterades skuldens löptid ingående. Enligt bedömningen då fanns det utrymme att förkorta löptiden. De förväntade kostnaderna bedömdes på så sätt kunna minskas utan att den totala risknivån i statsskulden nämnvärt ökade. Analyserna pekade på att förkortningen av löptiden skulle göras genom en neddragning av löptiden i valutaskulden och att successivt låta realskuldens löptid minska i takt med att reallånen närmade sig förfall. Analyserna pekade också på att löptiden i den nominella skulden borde lämnas oförändrad.

Regeringen beslutade att sänka den samlade löptiden i statsskulden under 2007, och riktvärdet vid slutet av året sattes till 4,7 år. För de nästkommande två åren minskades riktvärdet ytterligare, till 4,6 respektive 4,4 år. Även dessa riktvärden gäller vid respektive års slut. Att riktvärdena gäller vid slutet av året beror på att realskuldens löptid gradvis förändras under året.

Enligt vår mening har inget tillkommit som ändrar de grundläggande bedömningar som låg bakom fjolårets

<sup>11</sup> Löptiden mäts som genomsnittlig räntebindningstid. För en utförlig beskrivning, se riktlinjeförslaget inför 2006 (Dnr 2005/1792).

förslag. Vi föreslår därför i princip samma inriktning för den nu aktuella perioden.

Dock måste riktvärdena för 2008 och 2009 av tekniska skäl justeras jämfört med fjolårets riktlinjeförslag. Anledningen är den faktiska utvecklingen av realskuldens löptid. Förslagen på löptid bygger på de låneplaner för realskuden som föreligger vid tillfället för riktlinjeförslaget. Upplåningen och andra åtgärder som uppköp och byten kan dock inte alltid genomföras som planerat. Under året revideras därför planerna löpande. Detta innebär i sin tur att även prognosen för realskuldens löptid ändras baserat på utfall och nya låneplaner. Förändringen i riktvärdena för den samlade löptiden (jämfört med fjolårets förslag) beror därför på revideringar av löpande låneplaner. Justeringen gör att riktvärdena för 2008 och 2009 ökat med 0,2 år jämfört med fjolårets förslag. Vi bedömer att detta inte har några nämnvärda effekter på skuldens kostnader. Tvärtom skulle försök att motverka dessa förändringar leda till ökade kostnader.

För 2010 föreslår vi ett riktvärde på 4,5 år. Även förslaget för 2010 baseras på aktuella prognoser för hur realskuldens löptid kommer att utvecklas fram till 2010.

Slutligen ska sägas att förslaget till riktvärden, precis som i fjol, bygger på att de tänkta löptidsriktmärkena för delskulderna viktas ihop med de föreslagna andelsriktvärdena (dvs. 15 procent valutaskuld, 25 procent realskuld och 60 procent nominell skuld).

### 3.5 Positionstagande

**Riksgäldens förslag:** Riksgälden ska ha möjlighet till aktivt positionstagande för att, med beaktande av risk, sänka kostnaderna för statsskulden. Positioner ska tas med derivatinstrument. Positionstagandets omfattning begränsas genom att regeringen anger en högsta risknivå, mätt i termer av dagligt Value-at-Risk. Riskbegränsningen ska omfatta alla positioner utom de som rör kronans växelkurs gentemot andra valutor.

Gränsen för Riksgäldens positionstagande ska vara 600 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Riksgälden ska besluta om hur riskmandatet ska fördelas mellan strategisk och operativ nivå.

#### 3.5.1 Gällande riktlinjer

Riksgäldens förslag motsvarar gällande riktlinjer.

#### 3.5.2 Överväganden och förslag

Regeringen beslutade i fjol för första gången om ett enhetligt formulerat riskmandat. Därigenom fick regeringen – jämfört med tidigare beslutsstruktur – ett bättre grepp över de risker som Riksgälden har möjlighet att ta (utöver vad som följer av att statsskulden har de egenskaper som läggs fast i de övriga riktlinjerna). Vår uppfattning är att denna styrning av Riksgäldens positionstagning fungerar bra och det finns därför ingen anledning att föreslå någon förändring.

### 3.6 Marknads- och skuldvard

**Riksgäldens förslag:** Riksgälden ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaderna fungerar väl. Detta får inte medföra att målet om långsiktig kostnadsminimering åsidosätts.

#### 3.6.1 Gällande riktlinjer

Riksgäldens förslag motsvarar gällande riktlinjer.

#### 3.6.2 Överväganden och förslag

Målet för marknads- och skuldvard föreslås vara oförändrat. Den nuvarande målformuleringen ger en god vägledning för Riksgäldens arbete med att förbättra marknadens funktionssätt. Däremot kan det vara ändamålsenligt att förtydliga varför detta mål anges som ett eget mål.

Marknads- och skuldvard sker löpande på många plan, alltifrån tekniska förbättringar inom den operativa upplåningen till övergripande frågor såsom att upprätthålla en transparent och förutsägbar upplåningspolicy. Marknads- och skuldvard syftar långsiktigt till att nå det övergripande målet för statsskuldspolitiken, och får därför inte i ett långsiktigt perspektiv medföra högre lånekostnader. Motivet till att vi bedriver marknads- och skuldvard är alltså att vi långsiktigt ska minimera kostnaderna för statsskulden och detta mål finns redan för statsskuldspolitiken. Vi skulle således fortsätta denna verksamhet precis som nu även om ett separat mål för marknads- och skuldvard slopades.

Ett motiv för att behålla målet är att regeringen finner ett särskilt värde i en sådan verksamhet som skulle

motivera denna även om kostnaderna inte långsiktigt skulle sänkas utan vara helt opåverkade. Det skulle till exempel kunna uppstå positiva externa effekter av vår marknadsvård genom att även andra räntemarknader, som till exempel bostadsobligationsmarknaden, skulle gynnas. Det finns således skäl att ha ett separat mål för marknads- och skuldsvård, trots att detta egentligen faller under det övergripande målet för förvaltningen av statsskulden.

### 3.7 Upplåning på privatmarknaden

**Riksgäldens förslag:** Riksgälden ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.

#### 3.7.1 Gällande riktlinjer

Regeringen beslutade i fjol att målet för Riksgäldens upplåning på privatmarknaden ska vara att bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden. Det preciseras, på samma sätt som tidigare, med att "[p]rivatmarknadsupplåningen skall uppnå största möjliga kostnadsbesparing i förhållande till Riksgäldskontorets alternativa upplåningsformer på kapitalmarknaden".<sup>12</sup>

#### 3.7.2 Överväganden och förslag

Målet för privatmarknadsupplåningen är i grunden självklart. Ger inte privatmarknadsinstrumenten lägre

lånekostnader än alternativ upplåning är det inte möjligt att motivera upplåning med specialinstrument riktade till privatmarknaden, eftersom motsvarande medel finns att tillgå via de konventionella instrumenten.

Detta perspektiv blir än tydligare av att statsskulden minskar i storlek och den marginella kostnaden för att låna något mer i de övriga skuldslagen blir försumbar. Vi föreslår därför att målet ska vara oförändrat.

Dock finns det anledning att något precisera vad målet innebär. Det bör anges att vår upplåning på privatmarknaden ska uppnå största möjliga besparing i förhållande till motsvarande upplåning via statsobligationer eller statsskuldväxlar. Detta motsvarar bättre hur utvärderingen av privatmarknadsupplåningen går till, nämligen genom att kostnaderna jämförs med vad lån i motsvarande skuldslag och med motsvarande löptid via den institutionella upplåningen hade kostat vid samma tidpunkt. Det avspeglar det strikta kravet på att Riksgäldsspar och premieobligationer ska ge kostnadsbesparingar.

Ordvalet "alternativa upplåningsformer" ger intrycket att det är fråga om en samlad utvärdering där någon form av genomsnittlig upplåningskostnad kan användas som jämförelsenorm. Eftersom så inte sker – och enligt Riksgäldens uppfattning inte heller bör ske – bör formuleringen modifieras.

<sup>12</sup> Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2007, s. 29 (regeringsbeslut 9 november 2006).

riksgalden.se



Besöksadress: Norrlandsgatan 15 • Postadress: SE-103 74 Stockholm • Telefon: 08 613 45 00  
Fax: 08 21 21 63 • E-post: riksgalden@riksgalden.se • Internet: www.riksgalden.se