

# Innehåll

<b>1</b>	<b>Sammanfattning</b> .....	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Inledning</b> .....	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>Utgångspunkter för regeringens riktlinjer</b> .....	<b>6</b>
	3.1 Statsskuldens sammansättning .....	6
	3.2 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet .....	9
<b>4</b>	<b>Riktlinjebeslut för statsskuldförvaltningen 2005</b> .....	<b>14</b>
	4.1 Valutaskuld .....	14
	4.2 Real kronskuld .....	18
	4.3 Nominell kronskuld.....	21
	4.4 Löptid.....	22
<b>5</b>	<b>Utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning</b> .	<b>26</b>
<b>6</b>	<b>Tekniskt appendix: Definitioner av centrala begrepp</b> .....	<b>32</b>



# 1 Sammanfattning

Regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning har ett flerårigt perspektiv i syfte att skapa långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken. Årets beslut omfattar 2005–2007, men riktlinjerna för 2006 och 2007 är preliminära och kan komma att ändras i kommande års riktlinjebeslut.

I tidigare års riktlinjer har inriktningen varit att andelen valutalån i statsskulden långsiktigt bör minska. Dessutom har det funnits en uttalad ambition att långsiktigt öka andelen reallån i statsskulden. En bedömning av hur skuldsammansättningen, i termer av skuldandelar, bör se ut på lång sikt har dock saknats.

Riksgäldskontoret har inför årets riktlinjer haft i uppdrag att särskilt studera valutaskuldens andel av statsskulden på längre sikt. Arbetet har även utmynnat i en bedömning av realskuldens andel och därmed skuldens sammansättning som helhet. Baserat på denna analys anger regeringen i årets riktlinjebeslut en långsiktig sammansättning för statsskulden. Huvudpunkterna i regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning är:

- Den långsiktiga inriktningen är fortsatt att valutaskuldens andel av statsskulden skall minska. Andelen valutaskuld skall på sikt minskas till omkring 15 procent. Skulden i utländsk valuta skall därför amorteras med 25 miljarder kronor 2005. Inriktningen för amorteringstakten för 2006 och 2007 skall även den vara 25 miljarder kronor per år. Runt detta riktvärde får Riksgäldskontoret avvika med  $\pm 15$  miljarder kronor.
- Andelen reallån i statsskulden skall långsiktigt öka. Andelen realskuld skall på sikt vara 20–25 procent. Upplåningen skall även fortsättningsvis vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

- Förutom real kronupplåning och upplåning i utländsk valuta skall bruttolånebehovet täckas genom nominella kronlån.
- Riktvärdet för durationen i den samlade nominella kron- och valutaskulden skall vara 2,5 år, vilket är en sänkning med 0,2 år från föregående års riktlinjer. Med en något lägre genomsnittlig duration bedöms den förväntade kostnaden minska utan att den samlade risknivån ökar på ett oönskat sätt. Riksgäldskontoret får även fortsättningsvis besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker maximalt med  $\pm 0,3$  år från riktvärdet.

Regeringen konstaterar att det kan tyckas självklart att ange riktlinjer för statsskuldens förvaltning i termer av skuldandelar. Det bör dock beaktas att skuldandelarna kan variera avsevärt inom ramen för den normala skuldförvaltningen och att en alltför strikt tillämpning av ett dylikt styrsystem kan innebära fördyringar för både valuta- och realupplåningen. På sikt bör därför riktlinjerna formuleras så att de lämnar utrymme för flexibilitet i förvaltningen. En möjlighet är att kommande riktlinjebeslut innefattar fluktuationsintervall kring skuldandelarnas riktvärden. Storleken på dessa intervall och den exakta utformningen av styrsystemet bör dock utredas vidare. Med de nuvarande riktlinjerna för valuta- och realupplåningen dröjer det ett antal år innan statsskulden når de föreslagna skuldandelarna. Regeringen avser därför att återkomma i frågan i kommande riktlinjebeslut.

Regeringen är medveten om att ett förslag till nytt solvenssystem (SOU 2003:84) kan påverka efterfrågan på långa obligationer. Statsskuldspolitiken kommer att utformas beroende på den marknadsmiljö som råder baserat på målet om att kostnaden för statsskulden skall minimeras med beaktande av risk. Betydande förändringar i marknadsmiljön kommer att beaktas i kommande riktlinjebeslut.

## 2 Inledning

Mål och beslutsstruktur för statsskuldspolitiken beslutades av riksdagen 1998 (prop. 1997/98:154, bet. 1997/98:FiU29, rskr. 1997/98:253). I 5 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning fastställs att det övergripande målet för statsskuldförvaltningen skall vara att förvalta statens skuld så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därutöver skall förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Riksdagens beslut från 1998 innebär att regeringen skall besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Riktlinjebeslutet för kommande år skall fattas senast den 15 november. Beslutet fattas efter det att Riksgäldskontoret lämnat förslag till riktlinjer och Sveriges riksbank getts möjlighet att yttra sig över förslaget.

Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer inkom den 30 september 2004 och Riksbankens remissyttrande inkom den 18 oktober 2004. Enligt Riksbanken är Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer förenliga med de krav som penningpolitiken ställer.

Riksgäldskontoret svarar för operationaliseringen av regeringens riktlinjer, vilket innebär att riktlinjerna omsätts i delmål och riktmärken.

Efter genomfört förvaltningsår lämnar regeringen senast den 25 april en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning till riksdagen. Skrivelsen innehåller dels en utvärdering av regeringens riktlinjer, dels en utvärdering av de beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse och de beslut som fattas på operativ nivå.

## 3 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer

### 3.1 Statsskuldens sammansättning

Upplåningen och förvaltningen av statsskulden sker i tre skuldslag:

- Nominella lån i svenska kronor.
- Reala lån i svenska kronor.
- Nominella lån i utländsk valuta.

Skuldens egenskaper bestäms främst av fördelningen mellan de tre skuldslagen samt val av löptid i respektive skuldslag. Dessa storheter är tillsammans med skuldens absoluta storlek styrande för vilken total kostnad och samlad risk som kan förväntas i förvaltningen av statsskulden. Regeringens riktlinjebeslut måste därför utformas så att statsskulden sammantaget får de egenskaper som eftersträvas i förhållande till det långsiktiga målet för statsskuldspolitiken.

Statsskulden uppgick vid utgången av 2003 till 1 229 miljarder kronor, en ökning med 25 miljarder kronor jämfört med slutet av 2002.<sup>1</sup> Som andel av BNP var statsskulden ungefär 51 procent av BNP vid utgången av 2003, något lägre än året innan.

<sup>1</sup> Avser den okonsoliderade statsskulden, dvs. den skuld som förvaltas och redovisas av Riksgäldskontoret. I Budgetpropositionen och Årsredovisning för staten redovisas huvudsakligen ett konsoliderat skuldmått där statliga myndigheters innehav av statspapper eliminerats.

Andelen skuld i utländsk valuta växte snabbt under första halvan av 1990-talet, från under 10 procent till knappt 29 procent av statsskulden. Under andra halvan av 1990-talet låg andelen valutaskuld stabilt runt 30 procent av statsskulden för att åter öka något i början av 2000-talet. Under de tre senaste åren har dock valutaandelen minskat kraftigt och i slutet av 2003 utgjorde valutaskulden 27 procent av statsskuldens värde. Den lägre valutaandelen förklaras främst av kronförstärkningen under 2002 och 2003, men även de senaste årens amorteringar av valutaskulden har bidragit till minskningen.

**Tabell 1. Statsskuldens storlek och sammansättning 2000–2003 samt prognos för 2004 (mdkr och procent).**

	2000	2001	2002	2003	2004
Nominell skuld i kronor	811	687	671	726	780
<i>Andel, procent</i>	<i>61</i>	<i>56</i>	<i>56</i>	<i>59</i>	<i>61</i>
Realräntelån	138	117	158	173	190
<i>Andel, procent</i>	<i>10</i>	<i>10</i>	<i>13</i>	<i>14</i>	<i>15</i>
Skuld utländsk valuta	395	407	375	330	306
<i>Andel, procent</i>	<i>29</i>	<i>34</i>	<i>31</i>	<i>27</i>	<i>24</i>
<b>Okonsoliderad statsskuld</b>	<b>1 344</b>	<b>1 211</b>	<b>1 204</b>	<b>1 229</b>	<b>1 276</b>

*Källa:* Riksgäldskontoret.

*Anm:* Skuld i utländsk valuta är omvärderad till valutakurser vid respektive årsslut. Omvärderingen per den 31 december 2004 bygger på de stoppkurser per den 18 oktober 2004 som Riksgäldskontoret använde i sin senaste skuldprognos. Fr.o.m. 2003 redovisas statsskulden enligt ett nytt och mer rättvisande mått (se exempelvis Riksgäldskontorets årsredovisning 2002). För jämförbarhetens skull har statsskulden för 2000–2002 i tabellen räknats om för att motsvara den nuvarande definitionen.

Realräntelån fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj då de ger möjlighet till ytterligare diversifiering av statsskulden utöver nominell kron- och valutaupplåning. Diversifieringen innebär en minskad samlad risk i statsskulden. Den svenska marknaden för realobligationer har gradvis utvecklats och blivit mer likvid. Efterfrågan på reala placeringar har blivit allt större och 2003 uppgick realskulden till 173 miljarder kronor. Sedan Riksgäldskontoret började emittera realobligationer 1994, har andelen realräntelån stadigt ökat. Vid slutet av 2003 uppgick andelen realräntelån till 14 procent av statsskulden.

Nominell upplåning utgör alltså den viktigaste finansieringskällan för statsskulden. Merparten av den nominella upplåningen sker på den inhemska värdepappersmarknaden genom statsobligationer (lån med löptid över ett år vid emission) och statsskuldväxlar (lån med löptid i huvudsak under ett år vid emission). Till kronskulden räknas även dagslån, depositransaktioner och repor som används för att hantera de dagliga svängningarna i statens kassa till följd av betalningsflödena till och från staten.

I skuldslaget nominella lån ingår dessutom huvuddelen av privatmarknadsupplåningen som innebär att Riksgäldskontoret kan bredda upplåningen till fler långivare, både privatpersoner och företag. I privatmarknadsupplåningen ingår exempelvis premieobligationer och Riksgäldsspar, som på kort tid genererat inlåning i storleksordningen 19 miljarder kronor. Andelen nominella lån uppgick till 59 procent vid utgången av 2003.



## 3.2 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet

**Regeringens utgångspunkter:** Årets riktlinjebeslut är, som brukligt, treårigt och avser åren 2005–2007, men riktlinjerna för 2006 och 2007 betraktas som preliminära och kan komma att ändras. Riktlinjernas fleråriga tidsperspektiv skapar förutsättningar för långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken.

### Centrala ställningstaganden i tidigare års riktlinjer

I tidigare års riktlinjebeslut har regeringen tagit ställning i ett antal frågor i syfte att tydliggöra de principer och förutsättningar som statsskuldspolitiken vilar på. Exempelvis har frågor om tidsperspektiv och framförhållning i statsskuldspolitiken, kostnads- och riskmått i statsskuldskörelsen samt skuldens sammansättning och löptid behandlats.

### Tidsperspektiv och framförhållning i statsskuldspolitiken

Eftersom det tar en viss tid att påtagligt påverka statsskuldens kostnader och riskegenskaper, är det nödvändigt att det övergripande målet för statsskuldspolitiken är formulerat i långsiktiga termer. Av den anledningen har regeringens riktlinjer ett treårigt tidsperspektiv, vilket sammanfaller med tidshorisonten för utgiftstaket i statens budget. Riktlinjernas fleråriga tidsperspektiv skapar förutsättningar för långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken.

I riktlinjebesluten betraktas inriktningen de sista två åren som preliminära och prövas regelbundet i samband med de årliga riktlinjebesluten. Det finns även möjlighet att ändra redan beslutade

riktlinjer om grunderna för beslutet på ett avgörande sätt skulle förändras. En sådan förändring skedde i juli 2001 då regeringen beslutade att sänka riktvärdet för amorteringen av valutaskulden från 35 till 25 miljarder kronor.

Årets riktlinjebeslut är, som brukligt, treårigt och avser åren 2005–2007, men riktlinjerna för 2006 och 2007 betraktas som preliminära och kan komma att ändras.

### **Kostnads- och riskmått i statsskuldförvaltningen**

Vid tidpunkten för regeringens riktlinjebeslut råder alltid en viss osäkerhet om den framtida utvecklingen av såväl räntor och växelkurser som statens finanser. Det medför att förvaltningen av statens skuld måste struktureras på ett sådant sätt att det finns marginaler att klara en ekonomisk utveckling som avviker från den förväntade. Detta avspeglas även i det lagstadgade målet för statsskuldförvaltningen som säger att statsskulden skall förvaltas så att kostnaderna för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Det innebär också att riktlinjebeslutet alltid omfattar en avvägning mellan skuldens förväntade kostnad och risk.

I tidigare riktlinjeförslag och beslut har ofta frågan om hur skuldens förväntade kostnad och risk skall definieras och mätas behandlats. I riktlinjebeslutet för 2000 angav regeringen exempelvis att kostnaderna bör mätas som genomsnittlig emissionsränta och risken som spridningen i genomsnittlig emissionsränta, vilket ger ett mått på risken för stigande emissionsräntor.

Regeringen angav vid samma tidpunkt att risken i statsskuldförvaltningen även bör mätas som skuldportföljens bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. Inspirationen till detta kompletterande reala riskmått kommer från s.k. Asset and Liability Management (ALM), som innebär att finansiella risker kan minimeras genom att skuldernas egenskaper matchas mot tillgångarnas. I en statsskuldspolitisk tillämpning innebär detta att staten kan minska risken i skuldportföljen genom att sätta samman en skuldportfölj vars räntekostnader samvarierar med budgetöverskotten

(exklusive räntebetalningar på statsskulden). Det innebär att en skuldportfölj som normalt sett har låga kostnader när statsfinanserna är ansträngda (t.ex. till följd av en lågkonjunktur) är mindre riskfylld än en portfölj för vilket det omvända gäller.

### **Statsskuldens sammansättning och löptid**

Riksgäldskontoret har i tidigare riktlinjeförslag analyserat statsskuldens sammansättning. Analyserna har visat att andelen valutalån långsiktigt bör minska, medan andelen reallån långsiktigt bör öka. Den främsta anledningen till att minska valutaandelen är att valutaskuld är mer riskfylld än nominell kronskuld, eftersom kronkursen direkt påverkar statens räntekostnader och värdet på valutaskulden. Till detta kan läggas att ökade kostnader för valutaskulden riskerar sammanfalla med ökade budgetunderskott i tider då statsfinanserna av konjunkturskäl kan antas vara svaga. En stor skuld i utländsk valuta riskerar därmed att förstärka svängningarna i statsfinanserna.

Den uttalade ambitionen att långsiktigt öka andelen reallån motiveras främst av riskargument. I jämförelse med nominell kronupplåning har reallån i princip funnits ha motsatta egenskaper. Inflation påverkar kostnaden för nominell kronupplåning och reallån på motsatt sätt. Detta leder till slutsatsen att skuldportföljen av diversifieringsskäl bör innehålla båda typerna av instrument.

Regeringen har i tidigare riktlinjebeslut anslutit sig till Riksgäldskontorets bedömning av statsskuldens sammansättning. Exempelvis angav regeringen i det senaste riktlinjebeslutet att valutaskulden skall amorteras med 25 miljarder kronor under 2004 och att inriktningen bör vara samma amorteringstakt under 2005 och 2006. Regeringen beslutade även att andelen reallån långsiktigt skall öka, men att ökningstakten skall vägas mot efterfrågan på realobligationer och kostnader för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

Riksgäldskontoret har även analyserat valet av duration i den nominella kron- och valutaskulden. Dessa analyser visar att kort upplåning i svenska kronor kan ha fördelar från både kostnads-

och risksynpunkt när dessa ställs i relation till BNP. Skälet är dels att korta räntor normalt sett är lägre än långa räntor (en positivt lutande avkastningskurva), dels att korta inhemska räntor tenderar att ha en positiv samvariation med BNP-tillväxten (en svag efterfrågan ger svag tillväxt, låg inflation, och svaga statsfinanser, och omvänt). De eventuella kostnadsbesparingar som uppstår till följd av kort upplåning måste dock vägas mot den ökade risk som kort upplåning ger upphov till då skulden måste refinansieras oftare.

En mindre förkortning av löptiden genomfördes under 2000. Med hänsyn till att den svenska statsskulden kan sägas ha en relativt kort genomsnittlig löptid har regeringen lämnat riktlinjerna för löptiden oförändrade sedan dess. I riktlinjebeslutet för 2004 angav regeringen att riktvärdet för durationen skall hållas oförändrat på 2,7 år och att inriktningen för 2005 och 2006 skall vara oförändrad duration.

## Analyser inför årets riktlinjeförslag

Riksgäldskontoret har, på regeringens uppdrag, i årets riktlinjeförslag gjort en mer ingående analys av hur statsskulden långsiktigt bör fördelas mellan skuldslagen.<sup>2</sup> Riksgäldskontoret har undersökt hur kostnaderna för statsskulden påverkas i olika krissituationer. Analysen visar att det är förhållandevis dyrt att försäkra sig mot högre räntekostnader vid en internationell finansiell krissituation genom att förlänga durationen. Besparingarna under krisåren kompenserar inte de genomsnittligt högre kostnader som en längre duration innebär. I det fall statsfinanserna utvecklas sämre än förväntat ökar dock behovet av en sådan försäkring. Om risken i statsskulden skall minskas, bedöms det vara mer kostnadseffektivt att göra detta genom att minska valutaandelen jämfört med att förlänga skuldens löptid.

Riksgäldskontorets analys bekräftar tidigare slutsats att den långsiktiga inriktningen för statsskuldens förvaltning alltjämt bör

<sup>2</sup> Statsskuldens förvaltning – Förslag till riktlinjer 30 september 2004, Riksgäldskontoret.

vara att minska valutaskuldens andel av statsskulden. Riksgäldskontorets samlade bedömning är att valutaandelen på sikt bör ligga kring 15 procent. Vidare bedömer Riksgäldskontoret att den reala skulden bör fortsätta öka till en andel på 20–25 procent av statsskulden.

Riktmärket för durationen i den nominella kron- och valutaskulden har varit oförändrat sedan 2000. Samtidigt har löptiden i den totala skulden förlängts i takt med att andelen realskuld har ökat (realobligationer har betydligt längre löptid än andra skuldslag). Detta har inneburit att risknivån i skulden har minskat samtidigt som de förväntade kostnaderna har ökat. Om riktlinjerna för realskuldens andel inte ändras, kommer denna utveckling att fortsätta under kommande år. Det ger utrymme att förkorta löptiden i övriga skuldslag utan att den samlade risknivån stiger på ett oönskat sätt. I årets riktlinjeförslag föreslår därför Riksgäldskontoret att riktvärdet för den genomsnittliga durationen i den nominella kron- och valutaskulden skall sänkas från 2,7 till 2,5 år.

## 4 Riktlinjebeslut för statsskuldsförvaltningen 2005

### 4.1 Valutaskuld

**Regeringens beslut:** Andelen valutaskuld skall långsiktigt minskas till kring 15 procent. Riktvärdet för valutaskuldens amortering 2005 fastställs till 25 miljarder kronor. Amorterings- takten för 2006 och 2007 bör vara oförändrat 25 miljarder kro- nor per år.

Riksgäldskontoret får avvika från den angivna amorterings- takten med  $\pm 15$  miljarder kronor.

**Riksgäldskontorets förslag:** Riksgäldskontoret har i årets rikt- linjeförslag gjort en samlad bedömning av vilken sammansättning statsskulden långsiktigt bör ha. Bedömningen av valutaskuldens andel baseras på ett flertal faktorer.

Å ena sidan är skuld i utländsk valuta förknippad med växel- kursrisk vilket gör denna typ av skuld mer riskfylld än nominell kronaskuld. Å andra sidan bedöms valutaupplåning vara ett flexibelt instrument. Erfarenheter från 1990-talet visar exempelvis att när lånebehovet ökar drastiskt kan det vara fördelaktigt att låna i ut- ländsk valuta. Dels minskar det trycket på den inhemska ränte- marknaden, dels kan det ge kostnadsfördelar i den mån stora låne- behov pressar upp kronräntorna och försvagar kronan. För att sta- ten skall kunna låna några större belopp i utländsk valuta vid en eventuell kris får dock valutaskulden i utgångsläget inte vara allt- för stor.

Valutaskulden bidrar till att diversifiera statsskulden. Det innebär att en viss del av statsskulden bör vara i utländsk valuta. Valutaskulden består av fem olika valutor och eftersom räntan i de olika länderna inte är perfekt korrelerade, bidrar valutaupplåningen till att minska risken i den totala statsskulden. För att diversifieringseffekterna skall vara märkbara bör valutaskulden inte vara alltför liten.

Valet av riktvärde för valutaandelen är en avvägning mellan valutaskuldens positiva egenskaper och valutarisken. Riksgäldskontorets samlade bedömning är att en valutaandel kring 15 procent utgör en rimlig avvägning mellan dessa faktorer.

Riksgäldskontoret har tidigare förespråkat en gradvis minskning av valutaskulden. I fjolårets riktlinjebeslut angav regeringen att inriktningen för amorteringstakten 2005 och 2006 bör vara 25 miljarder kronor. Enligt Riksgäldskontoret har det inte tillkommit någonting som på ett avgörande sätt medför att amorteringstakten bör ändras. Riksgäldskontoret gör av samma skäl bedömningen att amorteringstakten för 2007 bör vara 25 miljarder kronor.

Riksgäldskontoret bör även fortsättningsvis tillåtas avvika från regeringens riktvärde med  $\pm 15$  miljarder kronor. Intervallet skall främja målet att minimera kostnaderna med beaktande av risk.

Sammanfattningsvis föreslår Riksgäldskontoret att riktvärdet för amorteringen av valutaskulden 2005 sätts till 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret anser vidare att Riksgäldskontoret bör få avvika från detta riktvärde med  $\pm 15$  miljarder kronor. Amorteringstakten för 2006 och 2007 föreslås vara 25 miljarder kronor per år.

**Skälen för regeringens beslut:** Riktlinjebeslut bör baseras på långsiktiga och strategiska överväganden om kostnader och risk i statsskuld förvaltningen. I det kortare perspektivet finns kostnads fördelar med valutaskuld, men detta förutsätter att rådande ränteskillnad mellan Sverige och utlandet kvarstår och att kronan inte försvagas. I det längre perspektivet talar dock tydliga riskargument för att valutaskulden bör minskas. Regeringen konstaterar att valutaupplåning under vissa perioder med svaga statsfinanser varit en

effektiv finansiering. En förutsättning för detta är dock att valutaskulden inte varit alltför stor i inledningen av en sådan period. Detta stödjer grundtanken att valutaskulden bör minska.

Efter att ha konstaterat att valutaandelen skall minskas, återstår att besluta om vilken valutaandel som är önskvärd på sikt. Jämfört med andra länder har Sverige en förhållandevis hög andel valutaskuld. Innan införandet av en gemensam valuta i euroområdet hade exempelvis de flesta medlemsländer i EU en valutaandel på 5 procent eller lägre, att jämföra med Sveriges valutaandel på drygt 25 procent. Regeringen ser ingen anledning att göra någon annan bedömning än den Riksgäldskontoret gör, nämligen att valutaandelen långsiktigt bör minskas till kring 15 procent.

En angiven långsiktig inriktning för valutaandelen minskar osäkerheten kring Riksgäldskontorets långsiktiga amorteringsplaner. Det kommer dock att dröja några år innan målet om 15 procent nås. Dessförinnan är det dock viktigt att klargöra hur ett styrsystem uttryckt i skuldandelar ska tillämpas. En alltför strikt tillämpning av styrsystemet kan fördyra upplåningen. Riktlinjerna bör således i framtiden formuleras så att de lämnar utrymme för flexibilitet i förvaltningen. En möjlighet är att riktlinjerna innefattar fluktuationsintervall kring skuldandelarnas riktvärden. Storleken på dessa intervall och den exakta utformningen av styrsystemet bör dock utredas vidare.

I 2004 års riktlinjebeslut angavs amorteringstakten för valutaskulden till 25 miljarder kronor per år 2004–2006, vilket utgör utgångspunkten för årets riktlinjebeslut. Även om de statsfinansiella utsikterna sedan dess har förbättrats något, ser regeringen ingen anledning att frånga den medelfristiga inriktningen. Inte heller bedöms kronutvecklingen under de närmaste åren utgöra skäl för att avvika. Riktvärdet för valutaskuldens amortering 2005 bör därför vara 25 miljarder kronor. Amorteringstakten för 2006 och 2007 bör vara oförändrad, dvs. 25 miljarder kronor per år.

Vid oförändrad statsskuld och en stabil kronkurs innebär en årlig amorteringstakt om 25 miljarder kronor att valutaandelen minskar till 20 procent vid utgången av 2007. Det innebär att staten under ett antal år kommer att ha en valutaskuld som är större än



den långsiktigt önskvärda. Till följd av att den svenska ekonomin är förhållandevis stark bedöms inte detta innebära några större problem. Tvärtom bedöms relativt sett låga internationella räntor innebära att den större valutaandelen i det korta perspektivet skulle kunna bidra till att minska kostnaderna för statsskulden.

Det är viktigt att regeringens långsiktiga inriktning av amorteringstakten för valutaskulden inte präglas av rådande växelkurser eller kortsiktiga prognoser över växelkursutvecklingen. I stället är det Riksgäldskontoret som, baserat på en strategisk syn på kronkursens utveckling, har ansvaret för att anpassa amorteringstakten inom givet valutamandat. Riksgäldskontoret bör tillåtas avvika från den angivna amorteringstakten med  $\pm 15$  miljarder kronor.

## 4.2 Real kronskuld

**Regeringens beslut:** Andelen real kronskuld skall långsiktigt öka till 20–25 procent. Ökningstakten i upplåningen skall vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

**Riksgäldskontorets förslag:** Grunden för gällande riktlinjer är att real skuld bedöms bidra till att minska den totala risken i statskulden, i förhållande till om skulden bara består av nominella instrument. Risken för kraftiga variationer i räntekostnader minskar om skulden är sammansatt av flera skuldslag.

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

Vid bedömning av vilken realandel som är rimlig på lång sikt är det ytterligare några faktorer som bör beaktas. Exempelvis bör realskulden vara tillräckligt stor för att realobligationsmarknaden skall ha tillfredsställande likviditet. Om andelen realobligationer ökas för mycket på bekostnad av den nominella kronskulden, kan detta dock minska likviditeten på den nominella kronmarknaden, vilket driver upp räntekostnaderna. Det är viktigt att den nominella marknaden fungerar väl eftersom det alltjämt är denna marknad som fungerar som buffert vid svängningar i lånebehovet.

Riksgäldskontorets samlade bedömning är att den reala skulden bör fortsätta öka till en andel på 20–25 procent. En sådan realandel

innebär en tillräckligt likvid realobligationsmarknad och att staten kan tillgodogöra sig realskuldens diversifieringseffekter. I kombination med en fortsatt minskning av valutaskulden ger den föreslagna realandelen samtidigt utrymme för en stor och likvid nominell obligationsmarknad.

Realupplåningen utgör 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 det framstår som dyrt jämfört med att emittera nominella obligationer.

Målet bör således vara att långsiktigt öka andelen reallån i statsskulden, men att upplåningen måste vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för andra skuldslag, med beaktande av risk.

**Skälen för regeringens beslut:** Sedan Riksgäldskontoret började emittera realobligationer 1994 har andelen real kronskuld gradvis ökat och uppgår för närvarande till drygt 15 procent. Jämfört med många andra länder har Sverige en förhållandevis hög realandel i statsskulden. Det är bara Storbritannien och Island som har en högre andel. Ambitionen är även fortsättningsvis att andelen real kronskuld långsiktigt skall öka. Regeringen ställer sig bakom Riksgäldskontorets bedömning att andelen real kronskuld långsiktigt bör öka till 20–25 procent.

Även om de förväntade kostnaderna för real upplåning kan antas vara lägre än för motsvarande nominell upplåning, är det riskargumenten som är avgörande för regeringens ställningstagande att öka andelen real kronskuld. Eftersom real upplåning utgör en spegelbild av nominell upplåning, bör skuldportföljen innehålla båda typerna av lån, vilket innebär att staten kan reducera risken för oönskade svängningar i räntekostnaderna för statsskulden.

Regeringen anser att Riksgäldskontoret skall svara för avvägningen mellan att minimera de förväntade kostnaderna och möjligheten att reducera risken. Regeringen ansluter sig därför till Riksgäldskontorets bedömning att ökningstakten i upplåningen skall vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och

kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

### 4.3 Nominell kronskuld

**Regeringens beslut:** Utöver real kronupplåning och upplåning i utländsk valuta skall statens finansieringsbehov täckas med nominella lån i kronor.

**Riksgäldskontorets förslag:** Riktlinjerna för statsskuldsförvaltningen bygger på att skulden delas in i tre komponenter; reala lån i svenska kronor, lån i utländsk valuta och nominella lån i svenska kronor. Med riktlinjer angivna för real upplåning och upplåning i utländsk valuta följer därför definitionsmässigt att den resterande delen av lånebehovet skall täckas av nominella kronlån.

**Skälen för regeringens beslut:** Utöver real kronupplåning och upplåning i utländsk valuta bör statens finansieringsbehov täckas med nominella lån i kronor.

Kronmarknaden utgör statens viktigaste finansieringskälla. Genom att Riksgäldskontoret regelmässigt håller auktioner av både statsobligationer och statsskuldväxlar är det naturligt att det är i marknaden för nominella kronlån som ändringar i bruttolånebehovet hanteras. Kronmarknaden fungerar därmed som en buffert vid svängningar i lånebehovet eller om planerna för de båda övriga skuldslagen skulle ändras.

## 4.4 Löptid

**Regeringens beslut:** Riktvärdet för durationen för den nominella kron- och valutaskulden skall sänkas till 2,5 år. Anpassningen till det nya riktvärdet skall ske gradvis under 2005.

Riksgäldskontoret får besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt  $\pm 0,3$  år från riktvärdet. Ett beslut att avvika från regeringens riktvärde skall hanteras som en position och utvärderas i marknadsvärdestermerna.

Riktlinjen för löptiden för nyemitterade realobligationer tas bort.

**Riksgäldskontorets förslag:** I tidigare riktlinjeförslag har bedömningen varit att staten kan uppnå lägre kostnader i nominella kron- och valutalån genom att låna på förhållandevis korta löptider, utan att för den delen öka risken i alltför stor utsträckning. En duration på 2,7 år i den nominella kron- och valutaskulden har bedömts som lagom.

Riksgäldskontoret har under senare år ökat realandelen i statskulden. Löptiden i den reala skulden är avsevärt längre än för den nominella, vilket har medfört att löptiden i den totala skulden har ökat. Denna utveckling kommer att fortsätta givet att realandelen fortsätter öka. Det innebär att risknivån i statsskulden minskar. Denna riskminskning kan användas för att ta något större risk i den övriga skuldförvaltningen och därmed minska de förväntade kostnaderna.

Riksgäldskontoret bedömer att en ökning av risknivån genom minskad duration är att föredra jämfört med en ökning av andelen valutaskuld. Därför föreslår Riksgäldskontoret att riktvärdet för durationen i den nominella kron- och valutaskulden bör sänkas till 2,5 år. Anpassningen av durationen till det nya riktvärdet bör ske successivt så att transaktionskostnaderna inte blir onödigt höga.

Riksgäldskontoret bör liksom tidigare få besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt  $\pm 0,3$  år från riktvärdet.

Med tanke på att såväl svenska som internationella räntor för närvarande är på historiskt låga nivåer, kan övervägas om det i dagsläget är lämpligt att minska durationen. Det bör dock påpekas att förändringen av riktmärket för durationen är av långsiktig karaktär och att Riksgäldskontoret har möjlighet att vänta med durationssänkningen inom ramen för gällande avvikelsetervall.

I riktlinjebeslutet för 2003 angav regeringen att realupplåning skall ske på långa löptider och att detta skall tolkas som minst fem år. Fem år är en relativt kort löptid på en realobligation, men det har visat sig att kostnadsskillnaden mellan korta och långa realobligationer i allmänhet är liten. Riksgäldskontoret anser att valet av löptid bör styras av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk. Detta skulle ge ökade möjligheter att anpassa emissionerna till marknadens efterfrågan på ett ändamålsenligt sätt.

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

**Skälen för regeringens beslut:** Riktvärdet för durationen i den nominella kron- och valutaskulden har varit 2,7 år sedan 2000. Ökningen av andelen realskuld, tillsammans med det faktum att realupplåningen skett till längre löptider, har medfört att durationen i den totala skulden under samma period har ökat från 3,2 till 3,7 år. En längre duration medför en lägre risk, men större förväntade räntekostnader för statsskulden.

Regeringen bedömer att det finns utrymme för en något högre risknivå i den nominella skulden och att denna ökning bör ske genom något lägre genomsnittlig löptid. Regeringen ställer sig bakom Riksgäldskontorets förslag att riktvärdet för durationen för den nominella kron- och valutaskulden bör sänkas till 2,5 år och att anpassningen till det nya riktvärdet sker gradvis under året så att förändringen av durationen genomförts vid slutet av 2005.

**Tabell 2. Durationen i statsskulden vid slutet av respektive år (år).**

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

Källa: Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontoret får även fortsättningsvis besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt  $\pm 0,3$  år från riktvärdet. Åtgärderna bör baseras på bedömningen av det aktuella ränteläget i förhållande till den långsiktiga ränteutvecklingen och skall primärt, på samma sätt som andra strategiska positioner, utvärderas i marknadsvärdesterm.

Regeringen är medveten om att ett förslag till nytt solvenssystem (Förslag till ett moderniserat solvenssystem för försäkringsbolag, SOU 2003:84) kan påverka efterfrågan på långa obligationer. I utredningens förslag till nytt solvenssystem diskuteras hur den förutspådda ökningen av efterfrågan på långa obligationer skall hanteras och om det finns en risk att utbudet inte räcker till. Riktlinjerna för statsskuldsförvaltningen uppdateras varje år och statsskuldspolitiken kommer att utformas beroende på den marknadsmiljö som råder baserat på målet om att kostnaden för statsskulden ska minimeras med beaktande av risk. Riksgäldskontoret har också möjlighet att vänta med durationssänkningen inom ramen för gällande avvikelsetervall. Om efterfrågan på långa obligationer blir så stark att avkastningskurvan i Sverige blir betydligt flackare så ligger det i Riksgäldskontorets uppdrag att överväga en förlängning av löptiden.

Regeringen bedömer att riktlinjen för löptiden för nyemitterade realobligationer som säger att realupplåningen skall ske i instrument med fem års löptid eller längre inte fyller någon egentlig funktion. Den kan därför tas bort. Valet av löptid i Riksgäldskon-



torets emissioner av realobligationer bör styras av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

För närvarande styrs löptiden i statsskulden av ett riktvärde för durationen i den nominella skulden, och den reala delen av skulden omfattas inte av riktvärdet. Riksgäldskontoret diskuterar i årets riktlinjeförslag förutsättningarna för att införa ett samlat löptidsmått för hela statsskulden. Riksgäldskontoret menar dock att frågan om ett samlat mått för statsskuldens löptid bör utredas ytterligare. Bland annat bör eventuella skillnader mellan hur löptiden i olika skuldslag påverkar risknivån studeras närmare. Regeringen förväntar sig att Riksgäldskontoret återkommer till frågan om ett samlat löptidsmått för hela statsskulden i kommande års riktlinjeförslag.

## 5 Utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning

**Regeringens beslut:** Riksgäldskontoret skall för 2005 fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjebeslut. De interna riktlinjerna skall innehålla riktmärken för de nominella skuldslagen och utvärderas såväl kvantitativt som kvalitativt. Den kvantitativa utvärderingen skall avse absoluta kostnader och, när så är möjligt, jämföras med regeringens riktlinjer, med beaktande av risk.

Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut, dvs. de beslut som fattas av styrelsen, skall ske i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Jämförelserna skall avse alternativ som på förhand framstår som rimliga. Kontrafaktiska beräkningar bör kompletteras med en kvalitativ utvärdering.

Utvärderingen av den operativa förvaltningen skall avse dels en bedömning av i vilken mån Riksgäldskontoret uppnått beslutade mål och beslutade åtgärder genomförts, dels en kvantitativ utvärdering i relativa termer av den operativa förvaltningen av valutaskulden och hanteringen av valutaväxlingarna.

### Bakgrund

Enligt riksdagsbeslut skall regeringen senast den 25 april varje år lämna en utvärdering av statsskuldförvaltningen i form av en skrivelse till riksdagen. Enligt beslutet skall utvärderingen ske på olika nivåer. Regeringen skall således utvärdera de beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse såväl som de beslut som fattas

på operativ nivå. Vidare skall en utvärdering av regeringens riktlinjer ingå i skrivelsen till riksdagen.

Målet för statsskuldspolitiken är av långsiktig karaktär och det är därmed naturligt att utvärderingen sker i ett sådant tidsperspektiv att tillfälliga variationer i resultatet utjämnas. Regeringen använder därför rullande femåriga utvärderingsperioder av skuldförvaltningen. Utvärderingen av riktlinjebeslutet för 2004 kommer därmed att avse 2000–2004.

## Utvärdering av statsskuldförvaltningen 2005

### Utvärdering av regeringens riktlinjer

Regeringens riktlinjebeslut bör utvärderas direkt mot det långsiktiga målet för statsskuldförvaltningen. Kortsiktiga bedömningar av ränte- och växelkursutveckling bör normalt inte vägas in i riktlinjebeslutet. Av detta följer att redovisningen till riksdagen främst bör avse de strategiska överväganden som låg till grund för riktlinjebeslutet.

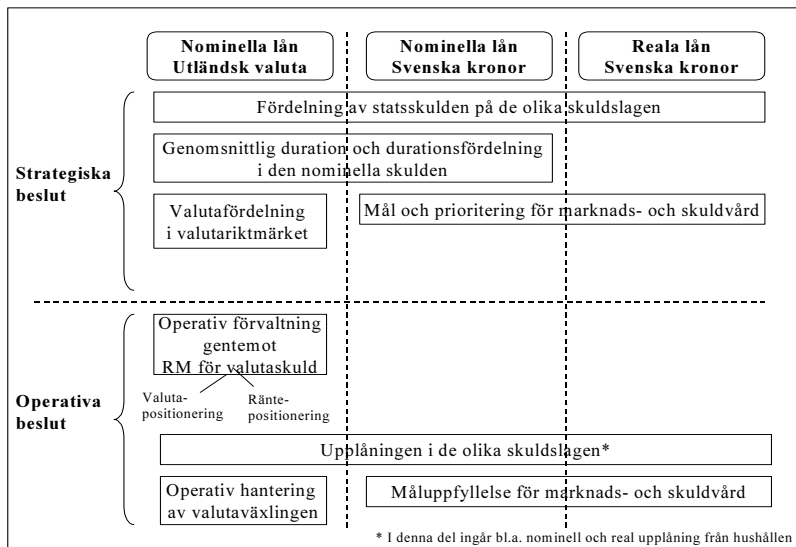
Vid utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut är det viktigt att utvärderingen görs i ljuset av den kunskap som fanns vid tidpunkten för beslutet. Ett annat krav är att utvärderingen styrs av principer som lagts fast i förväg. I annat fall riskerar utvärderingen att bli godtycklig, eftersom det i efterhand alltid går att konstruera andra riktlinjer eller skuldportföljer som skulle ha gett lägre kostnader och/eller lägre risk.

Statens riskbenägenhet bör vara en central aspekt vid beslut om riktlinjer. Utgångspunkten bör vara att vald skuldportfölj ger en lägre kostnad och/eller lägre risk än andra portföljer. Orimligt riskfyllda skuldportföljer, t.ex. med ensidig sammansättning, bör därmed förkastas även om de i efterhand visat sig ge lägre kostnad än en mindre riskfylld portfölj. Kvantitativa mått bör, när det bedöms möjligt, utgöra utgångspunkten i analysen. Dessa kvantitativa mått bör kompletteras med kvalitativa överväganden och bedömningar.

## Utvärdering av Riksgäldskontoret

Riksgäldskontorets verksamhet utvärderas på två nivåer; dels de strategiska beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse, dels den operativa förvaltning som Riksgäldskontoret bedriver. Därutöver sker en särskild utvärdering av privatmarknadsupplåningen.

**Schema för utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut.**



## Riksgäldskontorets strategiska beslut

Inom ramen för målet för statsskuldshöllningen och regeringens riktlinjer fastställer Riksgäldskontoret delmål och riktlinjer för den operativa förvaltningen. Dessa *strategiska beslut* syftar till att uppnå målet för skuldshöllningen och skall utvärderas med avseende på de absoluta räntekostnaderna. Utvärderingen av strategiska beslut avser flera centrala ställningstaganden:

– *Beslut om fördelning av skulden mellan olika skuldslag inom ramen för de intervall som regeringen angett:* Riksgäldskontorets flexibilitet i detta avseende följer av intervallet kring riktvärdet för amorteringstakten av valutaskulden och mandatet att öka andelen reallån.

– *Beslut om riktmärkesportföljer för den nominella kronskulden och valutaskulden:* Detta ställningstagande omfattar bl.a. beslut om genomsnittlig duration för portföljerna, beslut om duration för var och en av portföljerna och beslut om valutasammansättning i riktmärket för valutaskulden.

– *Beslut om mål för skuld- och marknadsvård:* Detta avser främst valet av mål och prioriteringar samt om dessa förväntas leda till de eftersträlvade effekterna.

Utvärderingen av strategiska beslut, framför allt om riktmärkesportföljerna, bör så långt det är möjligt ske genom kontrafaktiska jämförelser mellan tydligt differentierade och stiliserade skuldportföljer med avseende på förväntade kostnader och risk. Kostnaderna avser absoluta kostnader i termer av genomsnittlig emissionsränta. Ett av alternativen kan utgöras av en s.k. status quo-portfölj som utgår från att egenskaperna i skulden i utgångsläget behålls. Det bör betonas att utvärderingen avser förvaltningen i ett längre perspektiv.

Utvärderingen av Riksgäldskontorets hantering av valutamandatet kan ske genom två förenklade beräkningar där amorteringarna sker i jämn takt över året, en motsvarande riktmärket i riktlinjerna och en motsvarande Riksgäldskontorets beslut. Det är inte meningsfullt att använda den faktiska amorteringsprofilen, eftersom den uppvisar ett ojämnt mönster. Beslut om utnyttjande av valutamandatet baseras på strategiska långsiktiga bedömningar och bör därmed utvärderas i det perspektivet. Slutligt facit för om ett beslut att exempelvis dra ner amorteringarna under någon viss period ges först vid den tidpunkt när amorteringen faktiskt genomförs. Följaktligen måste bedömningen av om det var korrekt att fatta ett sådant beslut i väsentlig grad bygga på granskning av rimlighet i den analys som beslutet byggde på.

Beslut om fördelning av skulden mellan skuldslagen kan sannolikt inte på ett meningsfullt sätt utvärderas kvantitativt med kontrafaktiska beräkningar utöver det fall där en ändring av skuldslagens andelar primärt grundas på överväganden om kronkursens utveckling. Det bör noteras att ökningstakten av realskulden skall vägas mot kostnader och risker i de övriga skuldslagen.

Det bör understrykas att utvärderingen skall göras i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället och att valet av jämförelsealternativ sker mellan portföljer som på förhand framstår som rimliga. Kontrafaktiska beräkningar bör kompletteras med en kvantitativ utvärdering.

Strategiska beslut att låta den nominella skuldens duration avvika från riktvärdet bör primärt hanteras som en position och utvärderas i marknadsvärdesterm. Det är samma princip som användes för att utvärdera den strategiska valutaposition i dollar som Riksgäldskontoret hade 2001–2003. I flertalet fall torde sådana löptidspositioner tas i valutaskulden och med hjälp av derivatinstrument. Transaktionskostnaderna är lägre och flexibiliteten större än i den nominella kronmarknaden samtidigt som avkastningskurvorna på olika marknader i allmänhet uppvisar stor samvariation.

Skulle emellertid den svenska avkastningskurvan avvika markant från de utländska kan det uppstå en situation där Riksgäldskontoret ser anledning att ändra durationen specifikt i kronskulden. Här är utrymmet att använda derivat begränsat och beslutet kan i stället bli att lägga om emissionsplanerna för att gradvis ändra durationen i kronskulden. Då uppstår ingen entydig position som kan utvärderas i marknadsvärdesterm. Ett sådant strategiskt beslut att ändra durationen bör därför utvärderas i termer av dess effekt på den genomsnittliga emissionsräntan.

### **Riksgäldskontorets operativa förvaltning**

Utvärderingen av den operativa förvaltningen avser dels en bedömning av i vilken mån Riksgäldskontoret uppnått beslutade mål och beslutade åtgärder genomförts, dels en kvantitativ utvärdering i relativa termer av den operativa förvaltningen av valutaskulden och hanteringen av valutaväxlingarna.

Utvärderingen av förvaltningen av valutaskulden skall som tidigare ske genom att faktiska kostnader för valutaskulden i marknadsvärdestermerna jämförs med riktmärkets hypotetiska kostnader. Resultatet anger då i vilken mån avvikelser från riktmärkesportföljen medfört högre eller lägre kostnader i relativa termer.

I riktlinjerna för 2002 anges att för valutaväxlingarna skall Riksgäldskontorets styrelse lägga fast en relativt jämn kostnads- mässigt neutral växlingsfördelning över tiden. Styrelsen skall också lägga fast tillåtna avvikelseintervall för den operativa förvaltningen. Inom dessa ramar kan Riksgäldskontoret sedan variera växlingarna under perioder då det framstår som särskilt oförmåligt. I efterhand kan sedan eventuella avvikelser utvärderas genom att beräkna kostnadsskillnader mellan den resultatmässigt neutrala växlingsbanan och den faktiska banan.

Den nominella respektive reala kronförvaltningen skall utvärderas främst i kvalitativa termer och avse den skuld- och marknads- vård som Riksgäldskontoret bedriver i syfte att uppnå lägsta möjliga absoluta räntekostnad (genomsnittlig emissionsränta). Utvärderingen blir därmed främst kvalitativ och på ex ante-basis. Därutöver bör den realiserade kostnadsskillnaden, liksom hittills, redovisas för den reala upplåningen. Det innebär att en kostnadsjämförelse mellan upplåning i realränteobligationer och upplåning i nominella statsobligationer avseende den senaste femårsperioden redovisas.

## 6 Tekniskt appendix: Definitioner av centrala begrepp

### **Valutamandatets definition**

Regeringen styr hanteringen av valutaskulden genom att ange ett valutamandat i termer av ett riktvärde för återbetalning (amortering) på valutaskulden.

I riktlinjerna för 2003 beslutade regeringen att ändra definitionen av valutamandatet till att omfatta alla transaktioner som påverkar statens valutaexponering i stället för som tidigare Riksbankens valutareserv. Valutamandatet omfattar därmed direkt valutaupplåning och upplåning med skuldbytesavtal samt förfallande lån inklusive realiserade kursvinster och kursförluster. Valutaexponeringen påverkas vid affärsdagen för en transaktion. Det innebär att även transaktioner med förskjuten likvid, dvs. valutaterminer, påverkar amorteringstakten.

### **Riksgäldskontorets swapptersaktioner**

Kort upplåning kan genomföras genom att emittera statsskuldväxlar eller genom att först emittera en statsobligation och sedan göra en ränteswapp. Att skapa kort ränteexponering via swappmarknaden innebär att Riksgäldskontoret först emitterar en obligation i svenska kronor genom ordinarie obligationsemission. Därefter görs en ränteswapp i svenska kronor, där Riksgäldskontoret mottar fast ränta (swappränta) och betalar rörlig ränta (Stibor). Eftersom den långa swappräntan regelmässigt är högre än statspappersräntan, den s.k. swappspreaden, gör Riksgäldskontoret en vinst. Samtidigt betalar Riksgäldskontoret dock en något högre ränta (Stibor)



än statsskuldväxelräntan, den s.k. TED-spreaden. Men eftersom swappspreaden normalt är större än TED-spreaden tjänar Riksgäldskontoret netto på affären. Med detta förfarande utnyttjas statens relativa styrka som låntagare i långa löptider och upplåningskostnaderna kan sänkas.

Riksgäldskontoret har av kostnadsskäl valt att ta upp lån i svenska kronor och genom skuldbytesavtal (kron/valutaswappar) omvandla lånen till skuld i utländsk valuta. Detta har i de flesta fall under senare år visat sig billigare än direkt upplåning i utländsk valuta. Att skapa valutaexponering via swappmarknaden innebär att Riksgäldskontoret först genomför en ränteswapp enligt ovan. Därefter görs en valutaswapp, en s.k. basswapp, som innebär att man byter rörlig ränta i kronor mot rörlig ränta i utländsk valuta (skuldbytesavtal). Samtidigt köper Riksgäldskontoret den utländska valutan avista då transaktionen ingås och säljer valutan då den stängs. Basswappen har samma löptid som ränteswappen men räntebetalningarna baseras på tre- eller sexmånaders rörlig ränta. I basswapparna mottar Riksgäldskontoret rörlig Stiborränta, och betalar rörlig ränta i t.ex. euro, Euribor. Med denna teknik kan Riksgäldskontoret tillgodogöra sig swappspreaden minus en mindre kostnad för att genomföra basswappen. Upplåningskostnaden blir i princip den rörliga Euriborräntan minus swappspreaden.

I praktiken begränsas utrymmet för ränteswappar av att Riksgäldskontoret är en stor aktör på kronmarknaden. Utrymmet kan användas för att ersätta statsskuldväxlar eller som en del av valutaupplåningen. I avvägningen är kostnaderna för direkt valutaupplåning viktiga.

## **Duration**

Duration används för att mäta skuldens varaktighet. Skuldens genomsnittliga återstående löptid beräknas genom att väga tiden till varje kassaflöde (kuponger och förfall) med det nuvärdesberäknade kassaflödets storlek. Eftersom nuvärdena av framtida kassaflöden beror på räntenivån är durationen beroende av räntenivån.

Riksgäldskontorets målduration är uttryckt i Macauley-duration, vilket innebär att man använder obligationens yield-to-maturity för att beräkna nuvärdet av de framtida kassaflödena. Macauley-duration uttrycks vanligen i år.