



Finansdepartementet

Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 1999

Våren 1998 presenterade regeringen förslag till en ny beslutsstruktur och en ny målformulering för statsskuldspolitiken i propositionen om förvaltningen av statsskulden (prop. 1997/98:154). Riksdagen ställde sig i allt väsentligt bakom regeringens förslag (bet 1997/98:FiU29, rskr 97/98:253) och lagfäste därigenom det övergripande målet för statsskuldshöjningen. Målet är att statens skuld skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därtill skall förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Enligt den nya beslutsstrukturen skall regeringen senast den 15 november varje år fatta beslut om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden för kommande år. Regeringen skall inhämta förslag till riktlinjer från Riksgäldskontoret och Sveriges riksbank skall ges möjlighet att yttra sig över förslaget. Riksgäldskontoret inkom den 30 september med förslag till riktlinjer. Riksbankens yttrande inkom den 29 oktober.

1. Statsskuldens nuvarande sammansättning

Statsskuldens fördelning mellan *nominella lån i kronor*, *realräntelån* och *lån i utländsk valuta* under slutet av åren 1994 - 1997 samt en prognos för utgången av 1998 presenteras i nedanstående tabell. *Nominella lån i kronor* utgör Riksgäldskontorets traditionellt viktigaste finansieringskälla. Merparten av upplåningen sker genom statsobligationer (lån med löptid över ett år) och statsskuldväxlar (lån med löptid i huvudsak under ett år). Därutöver ingår även lån på svenska hushållsmarknaden — främst premieobligationer och Riksgäldsspar — i denna grupp. Vid utgången av 1998 beräknas drygt 64 procent av skulden bestå av nominella lån i kronor. *Realräntelån* utgör ett komplement till den nominella upplåningen i kronor. Denna låneform erbjuder investerare en möjlighet att säkra sig mot inflationsrisk. Realränteobligationer började emitteras 1994 och beräknas vid slutet av 1998 utgöra knappt sju procent av skulden. Riksgäldskontoret upplåning sker också i utländsk valuta. Vid utgången av 1998 beräknas skulden i utländsk valuta uppgå till drygt 29 procent av den totala statsskulden, när värdet av Riksgäldskontorets derivatportfölj inräknats. Derivatportföljen utgörs av skuldbytesavtal (swappar) mellan kronor och

utländsk valuta¹ och av derivatpositioner som ingått i syfte att justera den utländska skuldens valutfördelning och ränterisk i enlighet med det av Riksgäldskontoret styrelse fastställda riktmärket. Även statsskuldens storlek, exklusive värdet av derivattransaktionerna, framgår av nedanstående tabell.

Tabell 1. Skuldens sammansättning inkl. värdet av derivatportföljen, miljarder kronor.

	1994	1995	1996	1997	1998 (prognos)
Nominell skuld i kronor	902	978	919	912	912
- andel av skulden	70,0%	70,1%	64,7%	63,4%	64,2%
Realräntelån	3	16	74	91	96
- andel av skulden	0,2%	1,2%	5,2%	6,3%	6,7%
Skuld utländsk valuta	382	402	426	436	414
- andel av skulden	29,7%	28,8%	30,0%	30,3%	29,1%
Total skuld inkl. derivat	1 287	1 396	1 419	1 439	1 422
Statsskulden exkl. derivat	1 287	1 386	1 412	1 430	1 405

Anm. Skuld i utländsk valuta är omvärderad till valutakurser vid respektive årsslut. Omvärderingen per den 31 december 1998 bygger på prognostiserade valutakurser enligt budgetpropositionen för 1999.

Den nominella skulden i kronor och den utländska skuldens sammanlagda räntebidningstid beräknas vid utgången av 1998 uppgå till 3,5 år. Räntebidningstiden för skulden i utländsk valuta motsvarar ca. 2,2 år och för den nominella skulden i kronor ca. 4,1 år. Räntebidningstiden för realränteobligationer med avseende på den reala räntan är betydligt längre och beräknas vid årsskiftet uppgå till närmare 15 år.

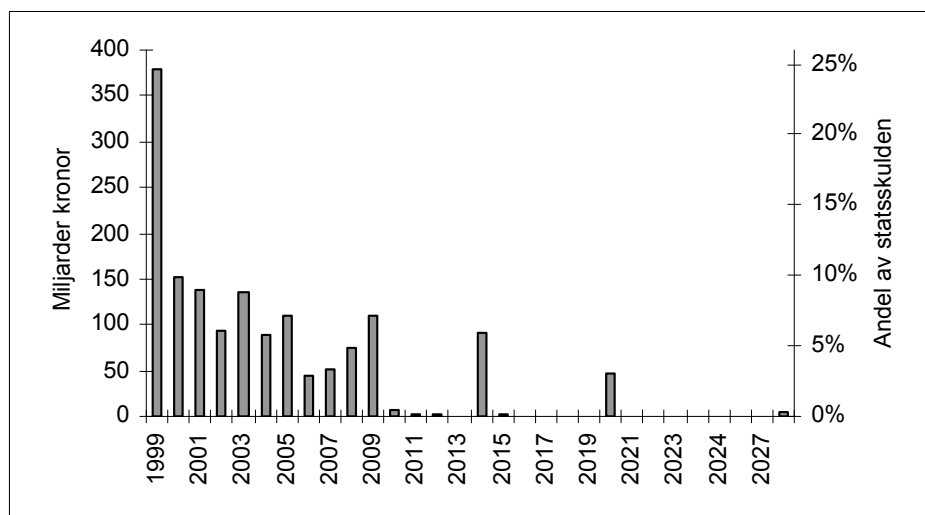
Tabell 2. Återstående genomsnittlig räntebidnings tid på den nominella delen av statsskulden vid slutet av respektive år.

	1994	1995	1996	1997	1998 (prognos)
Räntebidningstid	3,5	3,8	3,8	3,7	3,5

Nedanstående diagram visar hur stor del av statsskulden som förfaller per år. Utgångspunkten är skuldens prognostiserade sammansättning den 31 december 1998. Under 1999 förfaller en relativt sett stor andel av skulden. Det beror på att Riksgäldskontoret valt att finansiera en del av statsskulden med korta upplåningsinstrument i såväl svenska kronor, genom statsskuldväxlar, som i utländsk valuta, genom commercial papers. Denna strategi innebär att en större andel av statsskulden alltid förfaller inom de närmaste 12 månadersperioden jämfört med åren därefter.

Diagram 1. Statsskuldens prognostiserade förfalloprofil vid utgången av 1998.

¹ Riksgäldskontoret har av kostnadsskäl valt att uppta lån i svenska kronor och genom skuldbytesavtal (valutaswappar) omvandla dessa till skuld i utländsk valuta. Detta har i vissa fall visat sig billigare än direkt upplåning i utländsk valuta. Genom dessa skuldbytesavtal uppstår en tillgång i kronor, som dras av från den nominella skulden i kronor, och en skuld i utländsk valuta som således adderas till skulden i utländsk valuta.



2. Kostnad och risk i statsskuldshöjningen

Målet för förvaltningen av statsskulden är, som ovan angivits, att långsiktigt minimera kostnaden samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därtill skall förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Vid förvaltningen av statsskulden skall därmed en förväntat lägre kostnad ställas emot den eventuellt ökade risk som besparingen kan väntas innebära. Därutöver kan en högre kostnad för statsskuldshöjningen accepteras med hänsyn till penningpolitikens krav. Det lagfästa målet för statsskuldspolitikerna preciserar inte kostnads eller riskbegreppet närmare. Dessa begrepp diskuteras i det följande.

Kostnadsbegreppet

Såsom anges i propositionen torde valet mellan ett reall eller nominellt synsätt på skulden inte påverka kostnadsminimeringen så länge som inflationstakten ses som opåverkad av statsskuldshöjningen. (Däremot påverkas synen på *risken* i statsskuldshöjningen av om ett reall eller nominellt synsätt använts. Denna fråga behandlas nästa i avsnitt)

I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer diskuteras två nominella kostnadsbegrepp; dels kostnader baserade på löpande räntebetalningar korrigerade för upplupna räntor, vilka kallas *periodiserade räntebetalningar*, dels kostnader baserade på att förändringar i skuldens marknadsvärde läggs till de löpande räntebetalningarna.

Riksgäldskontorets slutsats är att periodiserade räntebetalningar bör användas för att mäta räntekostnaden i absoluta termer, t.ex. för att fastställa en optimal sammansättning av statsskuldshöjningen. Ett huvudsakligt argument för Riksgäldskontorets ställningstagande är att statsskulden bör betraktas som långsiktig. En fullständig marknadsvärdering av skulden innebär att kursförluster och kursvinster som i de flesta fall inte kommer realiseras skulle komma att ingå i kostnadsbegreppet. Däremot anser Riksgäldskontoret att räntebetalningar inklusive förändringar i marknadsvärdet bör användas vid en utvärdering i förhållande till ett

riktmärke. Det är då frågan om att mäta kostnader i relativa termer varvid både den faktiska skulden och riktmärkesportföljen på ett likartat sätt påverkas av ränterörelser.

Regeringens *slutsats* är att marknadsvärdering fortsättningsvis skall användas när förvaltningen av statsskulden utvärderas mot ett riktämärke. Däremot vill regeringen avvakta ytterligare analysarbete som beskriver de kvantitativa skillnaderna mellan de båda kostnadsbegreppen innan slutlig ställning tas i fråga om ett absolut kostnadsmått. Skillnaden mellan de båda kostnadsbegreppen torde minska ju längre period som kostnaderna mäts över. Eftersom statsskuldsförvaltningen utvärderas över rullande femårsperioder kan skillnaden mellan de båda kostnadsbegreppen i praktiken, t.ex. vid simuleringar av olika portföljsammansättningar, visa sig vara liten. Att använda flera olika kostnadsbegrepp i styrningen av statsskuldsförvaltningen skulle kunna ge upphov till pedagogiska problem varför ett sådant beslut bör kunna motiveras med substantiella skillnader.

Riskbegreppet

Den huvudsakliga risken i statsskuldsförvaltningen, ur ett statsfinansiellt perspektiv, torde vara att den reala kostnaden för skulden blir oväntat hög. I det fall kostnaden för statsskulden stiger enbart på grund av stigande inflation kan detta väntas sammanfalla med ökade inkomster för staten. Statens budget försämras inte av inflation i sig och staten har därmed inte anledning att ta på sig kostnader för att minska inflationsrisken i statsskuldsportföljen. Ur detta perspektiv är lång upplåning till reall bundna räntor att betrakta som förknippade med låg risk för staten. I vissa situationer är dock inte denna reala syn på risk tillräcklig. Ett exempel är vid s.k. negativa utbudschocker som t.ex. vid kraftigt stigande oljepris. I en sådan situation ökar inflationen och sannolikt även den nominella räntan på statsskulden samtidigt som statens inkomster kan sjunka på grund av en svagare ekonomisk utveckling.

I detta sammanhang är det också viktigt att nämna den begränsning av underskott i det offentliga finansiella sparandet som utgörs av överenskommelsen om den s.k. tillväxt- och stabilitetspakten inom EU. Vid en svag budgetutveckling skulle en tillfällig ränteuppgång riskera att medföra att den uppsatta gränsen på 3 procent av BNP överskrids.

Riskavvägningen i statsskuldsförvaltningen är, som framgår ovan, således komplex. Vilket synsätt som väljs, reall eller nominellt, har praktiska implikationer för hur upplåningen genomförs. Exempelvis ökar realräntelån den nominella risken men minskar å andra sidan den reala risken. Som konstaterades i regeringens propositionen om förvaltningen av statsskulden är erfarenheterna av reala riskbegrepp i portföljförvaltning liten, inte minst vad gäller praktisk tillämpning. Det är därför inte möjligt att bygga detta års riktlinjer på real risk i så stor omfattning som kan vara teoretiskt motiverat. Regeringen avser dock att i särskild ordning utreda möjligheterna att framöver använda reala riskbegrepp i statsskuldsförvaltningen.

3. Utgångspunkten för regeringens riktlinjer

Regeringens bedömning: Den relativt korta tid som den nuvarande beslutsstrukturen varit i kraft gör att det inte är möjligt att fatta ett övergripande riktlinjebeslut som baseras på en önskvärd långsiktig rörelseriktning för statsskuldportföljen. Årets beslut syftar därför till att hålla de olika portföljandelarna oförändrade. Vid väsentligt ändrade förutsättningar kan riktlinjerna ändras under året.

Relativt kort tid har förflutit sedan den nya beslutsstrukturen lagts fast. Detta innebär att de analysverktyg som ligger bakom riktlinjebeslutet på intet sätt är färdigutvecklade. Såväl Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer, regeringens beslut om riktlinjer som den kommande utvärderingen av statsskuldförvaltningen skall ses som delar av en process som syftar till att successivt förbättra analysmetoder och beslutsvariabler för styrningen av statsskuldförvaltningen.

I det beslutsunderlag som regeringen fått från Riksgäldskontoret förs en rad kvalitativa resonemang av stort värde. En första slutsats utifrån dessa är att de olika upplåningsinstrumenten samtliga har riskegenskaper som gör dem värdefulla i statsskuldportföljen. Till detta hör också att Riksgäldskontoret alltid måste ha möjlighet att finansiera underskott i statens budget till rimliga kostnader. Detta underlättas genom tillgång till många olika marknader och olika upplåningsinstrument. Regeringen instämmer i detta allmänna diversifieringsargument. Riksgäldskontoret betonar också vikten av en väl fungerande marknad för räntebärande värdepapper i Sverige, en åsikt som även regeringen delar.

På grund av den relativt korta tid som passerat sedan den nya beslutsordningen slogs fast saknas i stora delar ett kvantitativt underlag till stöd för de förslag som Riksgäldskontoret presenterat. Inte heller regeringen har haft möjlighet att under den korta tid som stått till buds inhämta ett sådant underlag. Avsaknaden av beräkningar av hur förändringar i portföljens sammansättning påverkar den förväntade kostnaden och risken för statsskuldportföljen begränsar regeringens möjligheter att fatta ett långsiktigt beslut om statsskuldportföljens fördelning på olika upplåningsinstrument. Det är därmed inte möjligt att i årets beslut ange, ens approximativt, hur en optimal statsskuldportfölj på lite längre sikt skall fördelas över de olika skuldinstrumenten. Det innebär att det inte heller är möjligt att peka ut en flerårig önskvärd rörelseriktning för statsskuldportföljens olika komponenter. Årets beslut tas därför i allt väsentligt med en ettårig beslutshorisont. Regeringen har i sitt riktlinjebeslut haft utgångspunkten att statsskuldportföljens olika skuldandelar vid slutet av 1998 skall hållas oförändrade.

Riktlinjerna bygger dock på en rad förutsättningar bland annat prognosen för lånebehovet de närmaste åren. Skulle utvecklingen på ett avsevärt sätt komma att skilja sig från den bild som ligger till grund för riktlinjebeslutet kan det komma att bli nödvändigt att ompröva detta under året.

4. Riktlinjer för statsskuldsvärvalningen

Regeringens beslut:

- Skulden i *utländsk valuta* skall amorteras med ett belopp motsvarande 25 miljarder kronor under år 1999. Från detta belopp får Riksgäldskontoret avvika uppåt eller nedåt med 5 miljarder kronor.
- Stocken utestående *realräntelån* skall inte minska under år 1999. En minskning kan dock tillåtas av marknadsvärdande skäl. Realränteupplåningen bör inriktas på långa löptider.
- Statens finansieringsbehov skall i övrigt täckas med *nominella lån i kronor*.
- Den genomsnittliga *räntebindningstiden* för den nominella skulden i kronor, inklusive hushållsupplåningen, och utländsk valuta skall vara 3,5 år. Riksgäldskontoret får i sin förvaltning avvika uppåt eller nedåt från detta riktmärke med 0,5 år.
- Högst 30 procent av hela skulden får förfalla inom det närmaste 12 månaderna och högst 15 procent av skulden får förfalla varje år under följande år. Riksgäldskontoret skall dock inrikta upplåningen så att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste 12 månaderna.

Riksgäldskontorets förslag överensstämmer i huvudsak med regeringens. Till skillnad från regeringen förslår Riksgäldskontoret en amortering av skulden i utländsk valuta med 15-35 miljarder kronor per år under en treårsperiod. Riksgäldskontoret föreslår vidare att den reala andelen av skulden bör öka men anger inte något kvantitativt mål för ökningen. Riksgäldskontoret föreslår vidare att statsskuldens genomsnittliga räntebindningstid under 1999 bör vara 3,4 år med ett intervall på +/- 0,4 år.

Riksbankens yttrande: Riksbanksfullmäktige instämmer i den övergripande målformuleringen och i huvudsak i de överväganden som Riksgäldskontoret gjort. Fullmäktige delar åsikten att nominella lån bör vara statens huvudsakliga upplåningsform, bl.a. därför att det skapar god likviditet på räntemarknaden. Fullmäktige har dock inget att invända emot att Riksgäldskontoret långsiktigt ökar andelen realräntelån efter hand som denna marknad blir mer utvecklad och osäkerheten om prissättningen har dämpats.

Riksbanksfullmäktige delar emellertid inte fullt ut Riksgäldskontorets bedömning om amorteringen av valutaskulden. Riksbanksfullmäktige menar att det är olämpligt att ha fasta planer för amorteringen för så lång tid som tre år framåt. Vidare menar fullmäktige att ett mer precist beslut ökar förutsägbarheten på de finansiella marknaderna vilket i sin tur underlättar för penningpolitiken. Riksbanksfullmäktige förordar att regeringen en gång per år fastställer det kommande årets amorteringar. För 1999 bör dessa fastställas till 25 miljarder kronor med ett intervall på +/- 2,5-3 miljarder kronor.

Skälen för regeringens beslut:

Upplåning i utländsk valuta

Riksgäldskontoret anser att upplåning i utländsk valuta på lång sikt varken torde vara billigare eller dyrare än upplåning i kronor på motsvarande löptid. Däremot anser Riksgäldskontoret att upplåning i utländsk valuta är mer riskfylld än upplåning i kronor, men ett kvantitativt underlag för hur risken i statsskuldportföljen påverkas av andelen upplåning i utländsk valuta saknas i förslaget till riktlinjer. Riksgäldskontoret förslår att valutaskulden under 1999 skall amorteras med 15-35 miljarder kronor per år under de närmaste tre åren.

Utgångspunkten för regeringens förslag är som ovan beskrivits oförändrade skuldandelar. Trots det finns anledning att amortera valutaskulden under 1999. Skälet till detta är att den totala statsskulden förväntas minska under de kommande åren. Enligt den prognos som publicerades i budgetpropositionen (prop. 1998/99:1) väntas statsskulden sammantaget minska med ca 285 miljarder kronor under 1999 - 2001, till stor del till följd av inleveranser från AP-fonden. Amorteras inte skulden i utländsk valuta ökar således dess andel av statsskulden kraftigt. Om den prognostiserade utvecklingen för statsskuldens storlek följs skulle tyngdpunkten på amorteringen ligga under år 2001. Alltför stora amorteringar enskilda år skulle emellertid kunna ge negativa effekter på kronans kurs och därmed försvåra för penningpolitiken. En jämnare amorteringstakt torde vara att föredra. Med utgångspunkt från en minskad statsskuld under de kommande åren är regeringens *shutsats* att en amortering av skulden i utländsk valuta med 25 miljarder kronor under 1999 är lämplig.

En flexibilitet för Riksgäldskontoret att avvika från riktvärdet med 25 miljarder kronor innebär en ökad möjlighet att välja mellan upplåning i kronor eller i utländsk valuta och på så sätt uppnå lägre kostnader för statsskulden. För upplåningen i utländsk valuta påverkas emellertid möjligheten till flexibilitet av hänsyn till de krav som penningpolitiken ställer. Riksbanksfullmäktige understryker i sitt remissvar behovet av förutsägbarhet vad gäller den totala storleken på de valutaväxlingar som görs för Riksgäldskontorets räkning. Behovet av förutsägbarhet grundas på att staten inte bör bidra till kronkursens variabilitet genom osäkerhet om de valutaflöden som förvaltningen av statsskulden ger upphov till.

Det finns även andra skäl att begränsa flexibiliteten. Riksgäldskontoret är av penningpolitiska skäl idag hänvisat till Riksbanken för att växla valuta. Riksgäldskontorets valutatransaktioner får därför direkt effekt på Riksbankens valutareserv. En amortering av valutaskulden innebär, allt annat lika, en minskad valutareserv med samma belopp. Riksbanken har valt att täcka detta bortfall genom att köpa valuta på marknaden speciellt för Riksgäldskontorets räkning. När Riksbanken köper valuta på marknaden för Riksgäldskontorets räkning kan dessa transaktioner riskera att sammanblandas med valutapolitiska signaler. För att undvika en sådan

sammanblandning har Riksbanken lagt upp ett program där en bestämd summa växlas varje dag, vid en förutbestämd tidpunkt.

En flexibilitet för Riksgäldskontoret vad avser växlingarnas storlek innebär en osäkerhet om vilka belopp som skall växlas under året. Om Riksbanken t.ex. väljer att genomföra växlingar med utgångspunkt i mittpunkten för upplåningsmandatet och Riksgäldskontoret avviker ifrån detta belopp, kommer avvikelserna direkt att påverka valutareservens storlek i motsvarande grad. Det finns därför, också av detta skäl, anledning att begränsa Riksgäldskontorets flexibilitet härvidlag.

Riksbanken önskar minska intervallet till +/- 3 miljarder kronor. Detta är emellertid enligt regeringens uppfattning ett alltför smalt intervall. Nettoupplåningen i valuta påverkas av realiserade kursvinster och kursförluster under året. Dessa kan sammantaget uppgå till belopp som överstiger 5 miljarder kronor per år. För att undvika att komma utanför intervallet skulle kontoret tvingas att agera med stora säkerhetsmarginaler och kan även behöva göra finjusteringar vid årets slut. Detta försvårar en kostnadseffektiv upplåning och skuldförvaltning.

Samtidigt torde det av Riksgäldskontoret föreslagna intervallet på +/- 10 miljarder kronor vara alltför stort. Eftersom effektiv upplåning bygger på att ett mindre antal stora lån ges ut, är upplåning och förfall ojämt fördelade över året. Följaktligen kommer valutareserven under året att variera mer än vad som motsvarar intervallet i det årliga valutamandatet. Dramatiken i detta skall inte överdrivas. Riksbanken kan t.e.x använda terminsmarknaden för sina interventioner, vilket gjordes vid kronförsvaret 1992. Riksbanken har också enligt lag möjlighet att låna till valutareserven via Riksgäldskontoret. Sammantaget utgör dock risken för ökad volatilitet i kronkursen, risken för valutapolitiska signaler och variation i valutareservens storlek skäl att slå fast ett intervall som är smalare än det Riksgäldskontoret föreslagit. Till regeringens försiktighet bidrar osäkerheten om kronans utveckling under 1999 till följd valutaunionens inledning. Regeringens *slutsats* är att ett intervall på +/- 5 miljarder kring amorteringen på 25 miljarder kronor under 1999 är möjligt utan att hänsynen till penningpolitiken åsidosätts.

Upplåning i realräntelån

Riksgäldskontoret förordar en fortsatt satsning på att öka andelen realräntelån i skulden. Dessa anses ge staten lägre förväntade kostnader på grund av att placerare antas vara beredda att betala en riskpremie för att slippa inflationsrisk. Riksgäldskontoret föreslår dock inte något mål för ökningstakten.

Regeringen menar att utifrån de ovan angivna teoretiska argumenten till stöd för reala riskbegrepp i statsskuldportföljen förefaller det finnas utrymme för en större andel realräntelån. Samtidigt finns det knappast anledning att i detta beslut föregripa den aviserade fortsatta analysen av användningen av reala riskbegrepp i förvaltningen av statsskulden. Därtill

kan regeringen konstatera att det under det senaste året varit svårt att emittera realränteobligationer till rimliga kostnader. Regeringens beslut innebär därför inte en ökad andel realräntelån i riktmärket för statsskuld- förvaltningen. Regeringen sätter dock inte något tak för storleken på stocken realräntelån. Utrymme finns därmed för en påtaglig ökning av stocken realräntelån i det fall Riksgäldskontoret uppfattar emissionsvillkoren som gynnsamma och förenliga med kostnadsminskningsmålet. En senare övergång till real riskmätning skulle kunna ge som resultat ett framtida behov att öka andelen realränteobligationer. Det nomiella risksynsätt som väljs i dessa riktlinjer skulle däremot kunna få till följd att realräntelånen nedprioriteras. Det är emellertid av stor vikt att denna marknad bibehålls, inte minst i ljuset av en eventuell framtida övergång till real riskmätning.

En möjlighet vore att regeringen av detta skäl angav att stocken realräntelån inte skall minska. En sådan strikt regel kan dock innebära att Riksgäldskontoret får svårt att agera på marknaden i marknadsvårdande syfte. Exempelvis skulle kontoret inte kunna ingå i bytestransaktioner som innebär att det emitterade lånet uppgår till ett mindre redovisat belopp än det uppköpta. Det skulle i praktiken innebära att s.k. riskneutrala byten, där kontoret köper tillbaka ett lån med kort duration i utbyte mot ett lån med lång duration omöjliggörs. De förutsätter nämligen att kontoret byter in ett större belopp av den korta (och mindre riskfyllda) obligationen än vad som emitteras i den längre obligationen. Sådana byten kan exempelvis vara aktuella för att bygga upp den utestående stocken i nyemitterade lån i lägen då marknaden präglas av stor osäkerhet. Vidare kan det inte uteslutas att kontoret av marknadsvårdande skäl har behov av att genomföra rena uppköp, antingen i mindre belopp för att understödja likviditeten eller i något större belopp för att minska den utestående volymen i korta lån för att på så sätt hantera refinansieringsrisken.

För att inte föregripa fortsatt analys av reala riskbegrepp lägger regeringen ett golv för stocken realränteobligationer, vilket innebär att realräntelånestocken inte skall minska under 1999. Dock finns ett undantag från detta. En minskning kan tillåtas om den sker på grund av marknadsvårdande åtgärder på realränteobligationsmarknaden.

Nominell upplåning i kronor

Regeringen delar Riksgäldskontorets syn att nominell upplåning i svenska kronor även framgent skall vara den huvudsakliga finansieringskällan för statsskulden. Genom riktlinjebeslutets utformning kommer utvecklingen för den nominella skulden i kronor att utgöra residualen mellan statens lånebehov och upplåningen i utländsk valuta och realränteobligationer. Utifrån nuvarande prognoser av lånebehovet kan stocken nominella lån i kronor väntas minska under 1999. Det behöver inte bli fallet om Riksgäldskontoret utnyttjar den flexibilitet som riktlinjebeslutet innebär eller om kontoret väljer att låna på den svenska marknaden och genom derivatransaktioner skapa valutapositioner istället för att direkt låna i utländsk valuta.

Skuldens räntebindningstid

Riksgäldskontoret anser i sitt förslag att det inte går att exakt ange vilken räntebindningstid som är lämplig för den nominella delen av statsskulden. Riksgäldskontoret menar dock utifrån långsiktiga kostnadsminimeringsargument att en kortare räntebindningstid är motiverad på sikt. Riksgäldskontoret förslår att räntebindningstiden under 1999 sänks från 3,5 till 3,4 år med möjlighet att avvika med 0,4 år i vardera riktning.

Ett antagande som ligger till grund för resonemangen om räntebindningstiden för statsskulden är att den nominella avkastningskurvan i genomsnitt över tiden är uppåt lutande. Därmed skulle det ur ett rent kostnadsminimeringsperspektiv vara fördelaktigt med en kort räntebindningstid för den nominella statsskulden. Ur ett riskperspektiv har dock en kort räntebindningstid nackdelen att den leder till en högre variation i de årliga periodiserade räntekostnaderna.

Regeringen anser att det idag inte finns tillräckligt med underlag för att avgöra vilken räntebindningstid som är optimal på längre sikt. Förväntade kostnader måste härvidlag vägas emot risk. I det ettåriga perspektiv som årets beslut tas är den av Riksgäldskontoret föreslagna justeringen marginell. Regeringen anser därför att räntebindningstiden för den nominella skulden även för 1999 skall vara 3,5 år. Däremot ges Riksgäldskontoret en möjligheter att i den löpande förvaltningen avvika från riktmärket med 0,5 år uppåt eller nedåt. Detta innebär en restriktion för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden jämfört med den hittills rådande ordningen där Riksgäldskontoret ensamt bestämt skuldens räntebindningstid. Huruvida en flexibilitet på 0,5 år är lämplig på längre sikt bör utvärderas i det fortsatta arbetet.

Vad gäller *realräntelån* är kunskapen idag bristfällig vad gäller avkastningskurvans långsiktiga utseende. Riksgäldskontoret framför att räntan på realräntelån med lång löptid utifrån teoretiska argument kan förväntas vara lägre än räntan på lån med kortare löptid. Ett argument för detta är att köpare av realräntelån kan väntas vara beredda att betala mer för skyddet mot hög inflation för en längre period än en kortare. Regeringen anser att det idag inte finns skäl att ange riktlinjer för realräntelånen genomsnittliga räntebindningstid. Ett skäl till detta är att en sådan begränsning inte är direkt jämförbar med räntebindningstiden för den nominella skulden. Därtill finns det små möjligheter för Riksgäldskontoret att förändra räntebindningstiden för skulden i realräntelån på grund av den för närvarande svaga efterfrågan på dessa låneinstrument. Regeringen delar dock Riksgäldskontorets bedömning att realränteupplåningen även fortsättningsvis bör inriktas på långa löptider.

Refinansieringsrisk

Riksgäldskontoret gör bedömningen att det är värdefullt att komplettera beslutet om skuldens genomsnittliga räntebindningstid med en begränsning

för hur stor andel av skulden som får förfalla, dels under de närmaste tolv månaderna, dels under varje enskilt år därefter. Dessa två begränsningar syftar till att minska risken för att en stor del av skulden måste refinansieras under en period med tillfälligt höga räntor.

Regeringen delar Riksgäldskontorets principiella bedömning och tillstyrker även kontorets förslag att gränsen för hur stor andel av skulden som får förfalla under de närmaste tolv månaderna skall sättas till 30 procent.

Regeringen delar också synen att Riksgäldskontoret bör sträva efter att hålla andelen under 25 procent, liksom att gränsen för de kommande åren bör sättas till 15 procent.

5. Utvärderingen av statsskuldsförvaltningen

Regeringens beslut:

- Utvärderingen av Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden skall ske genom att jämföra kostnaden för den samlade skulden med kostnaden för en riktmärkesportfölj under rullande femårsperioder. Vid utvärderingen skall även skillnader i risk mellan den samlade skulden och riktmärkesportföljen beaktas.
- Riktmärkesportföljens konstruktion skall fastställas av Riksgäldskontorets styrelse. Såväl konstruktionen av riktmärkesportföljen som förändringar i densamma skall ske i samråd med Finansdepartementet.
- Riksgäldskontoret skall i samråd med Finansdepartementet fastställa relevanta riskmått för utvärdering av statsskuldsförvaltningen.
- Den kvantitativa utvärderingen skall kompletteras med en kvalitativ utvärdering av bl.a. kontorets marknadsvårdande insatser.

Regeringens utvärdering av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning har under de senaste åren skett med hjälp av två, av Riksgäldskontorets styrelse fastställda, s.k. riktmärkesportföljer. En riktmärkesportfölj avser den nominella skulden i kronor, en annan skulden i utländsk valuta. Riktmärkesportföljerna avspeglar en hypotetisk, standardiserad upplåningsstrategi. För att utvärdera Riksgäldskontorets resultat studeras skillnaden mellan den verkliga skuldens kostnader och de beräknade hypotetiska kostnaderna för riktmärkesportföljerna. Såväl hushållsupplåningen som kontorets in- och utlåningsverksamhet till statliga myndigheter ingår i riktmärkesportföljen i svenska kronor.

Hushållsupplåningen utvärderas även separat, genom att kostnaden för denna upplåning jämförs med Riksgäldskontorets alternativa upplåningskostnad på den nominella värdepappersmarknaden, d.v.s. upplåningen genom statsobligationer och statsskuldväxlar. Metoder för utvärdering av upplåningen via realränteobligationer utvecklas f.n. och ingår inte i riktmärkesportföljerna. Som ett komplement till den kvantitativa utvärderingen görs även en kvalitativ utvärdering av kontorets marknadsvårdande insatser.

Uppdelningen av riktmärkesportföljerna i en inhemsk och en utländsk del medför att förvaltningen av skulden i kronor och skulden i utländsk valuta i huvudsak är separerade. Denna uppdelning av skulden hindrar idag en helhetssyn på statsskuldportföljen vad gäller kostnader och risker och lämnar heller inte utrymme för flexibilitet mellan de olika skuldportföljerna. Sålunda medger inte nuvarande ordning att risken i en delportfölj kan avvägas mot risken i andra delportföljer.

En utgångspunkt i propositionen (prop. 1997/98:154) om förvaltningen av statsskulden är att skulden skall ses som en helhet. Detta innebär att det är de förväntade totala kostnaderna och den samlade risken som skall beaktas. Utifrån detta grundläggande synsätt följer även att utvärderingen skall ske ur ett helhetsperspektiv. För att skapa förutsättningar för detta skall Riksgäldskontorets förvaltning framöver utvärderas mot en riktmärkesportfölj för den samlade skulden.

Konstruktionen av en riktmärkesportfölj skall ha sin utgångspunkt i de av regeringen beslutade riktlinjerna. Riktmärkesportföljen skall t.ex. i den nominella delen ha en genomsnittlig räntebindningstid på 3,5 år och en förfalloprofil som uppfyller den i riktlinjerna stipulerade. Exempelvis skulle riktmärkesportföljen kunna konstrueras utifrån den hypotetiska emissionskalender som krävs för att uppfylla riktlinjernas kriterium. I en sådan modell skulle bl.a. den emissionspolicy som Riksgäldskontoret påtagit sig i marknadsvårdande syfte och det prognostiserade lånebehovet utgöra restriktioner. Även andra ansatser kan vara möjliga. Utgångspunkten bör dock vara att den samlade skulden inkluderas i riktmärkesportföljen. Ytterligare analysarbete måste emellertid utföras. Särskilda skäl kan exempelvis motivera att realräntelån och hushållsupplåning exkluderas ur riktmärkesportföljen. Det finns därför fog för att avvakta med att fastställa den exakta utformningen av riktmärkesportföljen. Arbeta med att utveckla en riktmärkesportfölj skall åligga Riksgäldskontoret och beslutas av styrelsen. Arbetat skall vara avslutat under det första kvartalet 1999 och skall ske i samråd med Finansdepartementet inom ramen för den befintliga arbetsgruppen för statens upplåning. Även framtida eventuella förändringar i riktmärkesportföljen skall ske i samråd med Finansdepartementet.

Regeringens beslut innebär att Riksgäldskontoret ges möjlighet att omfördela kostnader och risker i en del av statsskuldportföljen mot kostnader och risker i annan del. Genom att utnyttja de tillåtna avvikelsetervallen från riktmärket - exempelvis genom att omfördela skulden mellan olika delportföljer, variera delportföljers löptid och valutafördelning och/eller avvika från riktvärdet för räntebindningstiden - kan Riksgäldskontoret uppnå kostnadsbesparingar i utbyte mot en ändrad risknivå i statsskuldportföljen. Vid utvärderingen skall därför den uppnådda kostnadsbesparingen vägas mot den ändrade risknivån. Som framgått av kapitel 4 är regeringens slutsats att kostnader baserade på marknadsvärdesförändringar skall användas vid utvärdering av Riksgäldskontorets förvaltning gentemot en riktmärkesportfölj. Fortsatt analysarbete krävs dock innan regeringen kan fastställa vilket riskbegrepp som skall användas vid utvärderingen. Riksgäldskontoret skall därför i samband med arbetet att utveckla en riktmärkesportfölj även analysera och

föreslå relevanta riskbegrepp för utvärderingen av statsskuldsförvaltningen. Arbete skall ske i samråd med Finans-departementet

En utvärdering enbart baserad på en jämförelse mot en riktmärkesportfölj kan emellertid i vissa fall vara förenad med brister. I vissa situationer avspeglar inte det beräknade resultatet alla åtgärder som Riksgäldskontoret vidtagit. Exemplevis fångas inte kontorets marknadsvårdande åtgärder upp. Dessa åtgärder bidrar till en ökad marknadseffektivitet och ger därmed en allmänt lägre inhemsk räntenivå. Den faktiska skuldens kostnader och riktmärkesportföljens kostnader kommer därför att minska lika mycket. Åtgärderna ger därför inte utslag i kostnadsjämförelsen mot riktmärkesportföljen. Vidare kan resultatet påverkas av händelser utanför Riksgäldskontorets kontroll. Åtgärder och händelser av dessa slag kan endast analyseras och bedömas kvalitativt. Den kvantitativa utvärdering måste därför även fortsättningsvis kompletteras med en kvalitativ utvärdering.

Då statsskulden betraktas som långsiktig skall även utvärderingen ske i ett långsiktigt perspektiv. I propositionen (prop. 1997/98:154) om förvaltningen av statsskulden konstaterar regeringen att Riksgäldskontorets förvaltning även fortsättningsvis skall utvärderas över rullande femårsperioder.