

Riktlinjer för statsskuldens förvaltning år 2000

*Beslut vid regeringssammanträde
den 11 november 1999*



Bilaga

Innehåll

1 Sammanfattning.....	3
2 Inledning.....	5
3 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer	6
3.1 Skuldens sammansättning	6
3.2 Kostnadsmått	8
3.3 Riskmått	11
3.4 Avvägning mellan kostnad och risk.....	13
3.5 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet	16
4 Riktlinjer för statsskuld förvaltningen för år 2000.....	20
4.1 Riksgäldskontorets förslag och Riksbankens yttrande	20
Riksgäldskontorets riktlinjeförslag	20
Riksbankens yttrande	21
4.2 Regeringens beslut.....	22
Valutaskulden	22
Real kronupplåning	26
Nominell kronupplåning	27
Löptid	28
Förfalloprofil	31
5 Utvärderingen av statsskuld förvaltningen år 2000.....	33
6 Tekniskt appendix: Definitioner av centrala begrepp	37

1 Sammanfattning

Skulden i utländsk valuta skall amorteras med ett belopp motsvarande 25 miljarder kronor under år 2000. Från detta belopp får Riksgäldskontoret avvika uppåt eller nedåt med 15 miljarder kronor. Det främsta skälet för den ökade flexibiliteten jämfört med innevarande år är att undvika större förändringar av valutaandelen till följd av avvikelser från upplåningsprognosen. Det är rimligt att Riksgäldskontoret offentligt redogör för hur mandatet för valutaupplåningen avses att utnyttjas liksom eventuella revideringar av dessa planer.

Stocken utestående realräntelån skall inte minska under år 2000. En minskning kan dock tillåtas av marknadsvårdande skäl.

Statens finansieringsbehov skall i övrigt täckas med nominella lån i kronor.

Den genomsnittliga durationen för den nominella skulden i kronor, inklusive hushållsupplåningen, och utländsk valuta skall vid utgången av år 2000 vara 2,7 år. Detta innebär en viss förkortning av statsskuldens genomsnittliga löptid. Riksgäldskontoret får i sin förvaltning avvika uppåt eller nedåt från detta riktmärke med 0,3 år. Realobligationer bör ha en löptid på minst 8 år eller längre

Högst 30 procent av hela skulden får förfalla inom det närmaste 12 månaderna. Riksgäldskontoret skall dock inrikta upplåningen så att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom nämnda period.

2 Inledning

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 statsskuldförvaltningen. 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 1 oktober med förslag till riktlinjer och Riksbankens yttrande inkom den 22 oktober.

3 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer¹

3.1 Skuldens sammansättning

Målet för statsskuldsförvaltningen är att statens skuld skall förvaltas så att den långsiktiga kostnaden minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Av detta följer att en förväntad lägre kostnad i förvaltningen skall vägas mot den ökade risk som kostnadsminskningen eventuellt förväntas medföra. Förvaltningen skall vidare ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Denna restriktion innebär att högre kostnader i förvaltningen kan accepteras med hänsyn till de krav som penningpolitiken ställer.

Målet för förvaltningen av statsskulden innebär att det är de förväntade totala kostnaderna och den samlade risken i förvaltningen som är intressant. Det är därför av vikt vid beslut om riktlinjer för statsskuldsförvaltningen att sammansättningen av skulden sammantaget får önskvärda egenskaper. Inte minst är det väsentligt att beakta samspelet mellan risker eftersom den totala risken inte utgörs av summan av riskerna i delportföljerna.

Skuldens egenskaper bestäms främst av fördelningen mellan de tre skuldslagen nominell kronupplåning, real kronupplåning och valutaupplåning samt valet av löptid och förfalloprofil i skuldslagen. Det är således enkelt att i princip identifiera vilka storheter som är styrande för kostnader och risk i statsskuldsförvaltningen. Desto svårare är det att ex-ante ange vilka värden dessa storheter bör anta för att målet för statsskuldsförvaltningen skall kunna nås, bl.a. är

¹ I kapitel 6 Tekniskt appendix ges en mer utförlig förklaring av vissa centrala begrepp.

det svårt att förutse utvecklingen av de faktorer (ränta, valutakurser, upplåningsbehov m.m.) som bestämmer kostnaderna.

Statsskulden beräknas vid utgången av 1999 uppgå till knappt 1 400 miljarder kronor (inklusive derivatinstrument) vilket motsvarar drygt 71 procent av BNP. Totalt sett beräknas statsskulden minska under 1999 med omkring 80 miljarder kronor eller 5,5 procent. Mätt som andel av BNP beräknas därmed skulden minska med drygt 7 procentenheter. Statsskuldens fördelning på skuldslag vid utgången av respektive år 1995 - 1998 samt en prognos vid utgången av 1999 redovisas i tabell 1.

Tabell 1. Skuldens sammansättning inkl. värdet av derivatportföljen 1995-1999, miljarder kronor.

	1995	1996	1997	1998	1999
Nominell skuld i kronor	978	919	912	920	890
<i>andel, procent</i>	<i>70,1</i>	<i>64,7</i>	<i>63,4</i>	<i>62,5</i>	<i>63,9</i>
Realräntelån	16	74	91	94	97
<i>andel, procent</i>	<i>1,2</i>	<i>5,2</i>	<i>6,3</i>	<i>6,4</i>	<i>7,0</i>
Skuld utländsk valuta	402	426	436	459	405
<i>andel, procent</i>	<i>28,8</i>	<i>30,0</i>	<i>30,3</i>	<i>31,2</i>	<i>29,1</i>
Statsskuld inkl. derivat	1 396	1 419	1 439	1 473	1 392
Statsskuld exkl. derivat	1 386	1 412	1 430	1 449	1 380

Anm: Skuld i utländsk valuta är omvärderad till valutakurser vid respektive årsslut. Omvärderingen per den 31 december 1999 bygger på prognostiserade valutakurser enligt budgetpropositionen för 2000.

Nominella lån i kronor utgör traditionellt Riksgäldskontorets 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 1999 beräknas knappt 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 1999 utgöra 7 procent av skulden.

Valutaupplåningen utgjorde från mitten av 1970-talet till mitten av 1980-talet en växande andel av statsskulden. År 1985 utgjorde valutaupplåningen drygt 20 procent av skulden. Valutalånenormen, som tillämpades under perioden från mitten av 1980-talet till 1992 och som innebar att staten inte skulle finansiera nettoupplåning i utländsk valuta, medförde att andelen föll till knappt 10 procent. Under perioden 1992 fram till innevarande år har skuldandelen normalt varit knappt 30 procent. Regeringens beslut om valutaupplåning avser upplåning med valutaexponering. Riksgäldskontorets upplåning i utländsk valuta inkluderar därmed även derivatinstrument som utgörs av skuldbytesavtal (swappar) mellan kronor och utländsk valuta² och av derivatpositioner som ingåtts i syfte att justera den utländska skuldens valutafördelning och ränterisk i enlighet med det av regeringen fastställda riktmärket. Statsskuldens storlek, exklusive värdet av derivattransaktionerna, framgår också av tabellen.

3.2 Kostnadsmått

Regeringens bedömning: Mot bakgrund av att statsskuldens långsiktiga karaktär och att upplåningen normalt sker med en stor andel långa lån som hålls till förfall bör kostnaderna för statsskulden mätas med den genomsnittliga emissionsräntan. Vid utvärdering av förvaltningen mot en riktmärkesportfölj skall en marknadsvärdering av skulden användas.

I lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning preciseras inte närmare hur kostnader och risker skall mätas. I riktlin-

² Riksgäldskontoret har av kostnadsskäl valt att ta upp lån i svenska kronor och genom skuldbytesavtal (valutaswappar) omvandla lånen till skuld i utländsk valuta. Detta har i de flesta 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 adderas till skulden i utländsk valuta.

Jebe beslutet för 1999 valde regeringen att inte ta ställning till vilket absolut kostnadsmått som skall användas i förvaltningen av statsskulden. Vid utvärderingen av förvaltningen mot ett riktmärke var regeringens slutsats att en marknadsvärdering av skulden skulle användas.

Målet att minimera kostnaderna i statsskuld förvaltningen bör avse de absoluta kostnaderna för skulden snarare än kostnaderna relativt ett riktmärke. Absoluta kostnader kan mätas i t.ex. kronor eller med en räntesats. De absoluta kostnaderna bör således användas för att avgöra vilken sammansättning som skulden skall ha avseende valutasammansättning, fördelningen mellan nominella och reala lån samt löptid. Även riktmärkesportföljer avsedda för styrning av den löpande skuldförvaltningen bör utformas med hänsyn till de absoluta kostnaderna. I valet mellan två eller flera skuldportföljer bör den väljas som förväntas ge den lägsta absoluta kostnaden räknat i kronor (eller uttryckt som en ränta) vid given risk.

I sitt förslag till riktlinjer för år 2000 föreslår Riksgäldskontoret att de absoluta kostnaderna för statsskuld förvaltningen mäts som genomsnittlig emissionsränta (på engelska "Running-Yield-to-Maturity"), definierat som det volymvägda genomsnittet av de emissionsräntor som skulden tagits upp till. Måttet kan tolkas som den genomsnittliga ränta (kostnad) som skulden vid varje tid löper till. Volymvägning gör att måttet beaktar hur stora lån som tas upp till en viss räntenivå och kan därför omräknas till kronor genom att multipliceras med den utestående skulden. Detta mått föreslås därmed användas i stället för det tidigare föreslagna måttet periodiserade räntebetalningar, som mäter kostnader i kronor när räntebetalningarna sprid ut jämnt över tiden.

Regeringen delar Riksgäldskontorets bedömning att genomsnittlig emissionsränta är ett lämpligt mått på de absoluta kostnaderna för statsskuld förvaltningen. Genomsnittlig emissionsränta utgör ett mer entydigt mått jämfört med periodiserade räntebetalningar eftersom det är fritt från schablonmässiga antaganden vid beräkning av kostnader. Det kan också ges en mer intuitiv tolkning: den genomsnittliga ränta (kostnad) som skulden vid varje tid löper till.

Eftersom skulden utgör ett långsiktigt åtagande med en stor andel långa lån som hålls till förfall utgör emissionsräntan, dvs. de åtaganden som gjorts vid emissionstillfället, en god indikator på de faktiska kostnaderna. En marknadsvärdering av skulden, som utgör ett alternativt mått på de absoluta kostnaderna, förutsätter att skulden, i sin helhet eller till stor del, kan amorteras. Det är först då som en uppkommen vinst eller förlust realiserar. Eftersom en stor del av lånen i princip hålls till förfall skulle kostnader uppmätta med en marknadsvärdering ge missvisande mått på de kostnader (och därmed risker) som är relevanta. Om ett lån hålls till förfall kommer vinster och förluster i marknadsvärdetermer som uppkommer under lånets löptid att ta ut varandra. Kostnaden för ett lån som hålls till förfall blir lika med emissionsräntan. En marknadsvärdering ger också stora kast i orealiserade kostnader och därmed en missvisande bild av risktagandet i statsskuldsvärdet.

Vid utvärdering av den operativa/löpande förvaltningen bör däremot relativa kostnader i förhållande till en riktmärkesportfölj användas. I den operativa förvaltningen skulle ett användande av genomsnittlig emissionsränta kunna ge felaktiga incitament: byten av obligationer med hög emissionsränta mot nyemitterade paper med lägre räntor i situationer då ränteläget fallit minskar normalt inte kostnaderna, även om den genomsnittliga emissionsräntan skulle bli lägre. Eftersom en position mot riktmärket i princip alltid kan stängas är det möjligt att realisera t.ex. en vinst gentemot en riktmärkesportfölj. En sådan vinst eller förlust utgörs av det realiserade marknadsvärdet i den position som stängs jämfört med marknadsvärdet för riktmärket. Det blir därmed också naturligt att använda marknadsvärden för att mäta risken i den löpande förvaltningen.

Regeringen anser således att vid utvärdering av den operativa förvaltningen av statsskulden skall även fortsättningsvis en marknadsvärdering av skulden tillämpas.

3.3 Riskmått

Regeringens bedömning: Det överordnade riskmålet bör vara genomsnittlig emissionsränterisk som beaktar risken för variation i de absoluta kostnaderna mätt med genomsnittlig emissionsränta. Vid utvärdering av förvaltningen gentemot en riktmärkesportfölj skall en marknadsvärdering av skulden användas.

Det finns skäl för utgångspunkten att den huvudsakliga risken i förvaltningen av statsskulden består i att den reala kostnaden för skulden varierar. Förändringar i de nominella kostnaderna behöver nämligen inte alltid betraktas som en riskfaktor. En hög nominell kostnad för skulden till följd av oväntat hög inflation kan nämligen i princip tänkas kompenseras av motsvarande höga nominella inkomster.³ Med ett nominellt synsätt på risk utgör emellertid variationer i nominella räntekostnader alltid en risk även om den beror på en oväntad hög inflation, samtidigt som osäkerheten om den framtida prisnivån skapar nominella risker för reala lån.

Med ett reallt synsätt skulle lång real upplåning ge låg risk eftersom emissionsräntan är bunden under en lång period. Ett reallt respektive nominellt synsätt på risker kan således ge olika slutsatser för skuldens sammansättning: reallån bidrar till den nominella risken men begränsar den reala risken.

Regering har i propositionen om förvaltningen av statsskulden och i innevarande års riktlinjer konstaterat att de internationella kunskaperna om och erfarenheterna ett reallt synsätt på riskhantering i portföljförvaltning är begränsade och därför inte kan ligga till grund för regeringens riktlinjer. Regeringen avser emellertid att i särskild ordning utreda möjligheterna att i framtiden använda reala riskbegrepp i statsskuldsvärderingen. Tills vidare utgår regeringen därför ifrån ett nominellt synsätt på risk.

Riksgäldskontoret diskuterar i sitt riktlinjeförslag tre riskbegrepp som bör beaktas vid valet av sammansättning av statsskulden.

³ Vid s.k. utbudschocker, t.ex. högre oljepris eller en negativ produktivitetsstörning, kan dock inflationen stiga samtidigt som inkomsterna minskar.

Det överordnade måttet på risken i förvaltningen bör enligt kontoret vara knutet till det valda måttet på absoluta kostnader och således avse variabiliteten i den genomsnittliga emissionsräntan. Detta mått skulle kunna kallas *genomsnittlig emissionsränterisk*. I enlighet med praxis används det engelska begreppet *Running-Yield-at-Risk* (RYaR). Eftersom statsskulden bör betraktas som ett långsiktigt åtagande ger en kortfristig upplåning upphov till en löptidsmässig obalans mellan skuld och finansiering vilket skapar matchningsrisker som fångas upp av RYaR. Kort upplåning leder till relativt större refinansieringsbehov i varje given period och en större osäkerhet om till vilken framtida genomsnittlig emissionsränta nya lån kan tas upp. Likaså skapar större bruttolånebehov, till följd av större underskott och/eller förfallande lån, större osäkerhet om lånevillkoren och bidrar därmed till större risk. Till detta kommer att korta räntor normalt är mer volatila än långa räntor. Risken mätt med RYaR ökar således ju kortare löptid som väljs för statsskulden.

Risken för att ökade räntebetalningar på statsskulden skall försämra det offentliga finansiella sparandet bör enligt kontoret också beaktas i ett riskmått. Detta mått är nära knutet till RYaR eftersom högre RYaR samtidigt ökar risken för ett försämrat finansiellt sparande. I enlighet med praxis att använda engelska begrepp kan denna risk kallas för *Financial-Savings-at-Risk* (FSaR). Detta skulle kunna översättas med *finansiell sparanderisk*. Oväntade minskningar i det offentliga finansiella sparandet påverkar både det inhemska budgetpolitiska målet om 2 procents överskott i det offentliga finansiella sparandet i förhållande till BNP över en konjunktursykel och Maastrichtkriteriets övre gräns för tillåtna underskott på 3 procent av BNP i offentligt finansiellt sparande. RYaR utgör en långsiktig restriktion medan FSaR kan betraktas som en restriktion på årlig basis eftersom de budgetpolitiska målen är årliga.

Riskerna mätta med RYaR och FSaR minskar, som framgått ovan, med löptiden vilket, allt annat lika, implicerar att en längre genomsnittlig löptid väljs.

Riksgäldskontoret anser slutligen att ett tredje riskmått bör beaktas, nämligen risken för variationer i skuldens marknadsvärde, dvs. *marknadsvärdesrisken* eller på engelska *Value-at-Risk* (VaR).

Om statsbudgeten vid längre löptider uppvisar så stora överskott att de överstiger värdet på förfallande obligationer, måste staten köpa tillbaka utestående obligationer. Om marknadsvärdet på skulden då stigit (vilket är liktydigt med att räntorna fallit) måste återköpen göras med kursförlust. Riskmålet VaR implicerar således, allt annat lika, att en kortare löptid väljs.

Regeringen delar i allt väsentligt Riksgäldskontorets slutsatser. Mot bakgrund av att genomsnittlig emissionsränta valts som mått på de absoluta kostnaderna är det naturligt att den genomsnittliga emissionsränterisken används som överordnat mått på risken. Vid mycket kort löptid på statsskulden blir risken stor för att räntekostnaderna binds på en hög nivå. Även riskerna i det offentliga finansiella sparandet ökar. Detta illustrerar matchningsrisken mellan skuldens långsiktiga karaktär och en kort finansiering. Marknadsvärdesrisken blir däremot liten vid korta löptider och stor vid långa löptider. Som tidigare konstaterats är det emellertid inte särskilt relevant om marknadsvärdesrisken är hög med tanke på att en stor del av skulden i princip hålls till förfall. Dessa slutsatser vad gäller riskmåten understödjer analysen när det gäller val av absolut kostnads mått. Den finansiella sparanderisken får ses som ett komplement till den genomsnittliga emissionsränterisken.

Som Riksgäldskontoret påpekar finns det dock skäl att undvika mycket långa genomsnittliga löptider på skulden. Om kontoret tvingas köpa tillbaka obligationer i situationen med mycket stora budgetöverskott måste man realisera kursvinster eller kursförluster. I allmänhet får emellertid denna riskaspekt betraktas som underordnad. Normalt utgör förfallande lån en tillräcklig buffert för att hantera även relativt stora överskott.

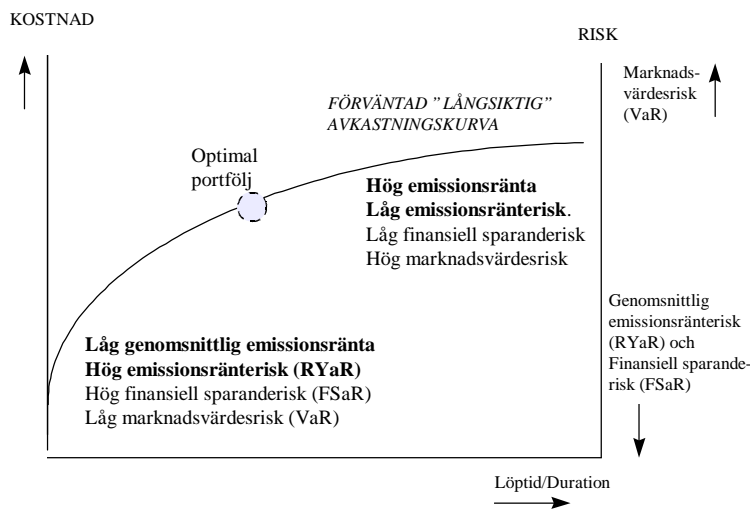
I den löpande förvaltningen, då en marknadsvärdering av skulden utgör det relevanta kostnads måttet, är det enligt regeringens uppfattning naturligt att mäta risken i termer av marknadsvärdesrisken. Som tidigare konstaterats är det då frågan om att positioner som kan stängas och vinster respektive förluster realiserar. Risken för detta mäts t.ex. med positionstagandets relativa marknadsvärde gentemot ett riktmärke.

3.4 Avvägning mellan kostnad och risk

Som framhålls ovan skall kostnaderna minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Det kan också konstateras att det överordnade riskmåttet, RYaR, indikerar större risk ju kortare skuldens genomsnittliga löptid är. Riksgäldskontorets slutsats, grundad på internationella studier och egna modellanalyser, är att nominella avkastningskurvor i genomsnitt kan förväntas vara positivt lutande. Det innebär att kortare löptid bör ge billigare långsiktig upplåning. Kostnadsminimering talar således för en relativt kort löptid för statsskulden medan riskhänsyn sammantaget talar för en förhållandevis lång löptid.

I figur 1 beskrivs sambandet mellan kostnad och risk i principiella termer. En kort löptid för statsskulden ger en relativt låg förväntad genomsnittlig emissionsränta men även bristande matchning mellan en långfristig skuld och stora refinansieringsbehov. Detta ökar osäkerheten om den framtida genomsnittliga emissionsräntan d.v.s. RYaR stiger. Då det finansiella sparandet påverkas av räntebetalningar, ökar även risken för försämringar i det offentliga finansiella sparandet, d.v.s. FSaR ökar.

En lång löptid innebär en bättre matchning mellan den långfristiga skulden och ett mindre refinansieringsbehov vilket innebär en lägre osäkerhet om de framtida genomsnittliga emissionskostnaderna (dvs. RYaR och FSaR minskar). Detta sker till priset av en förväntad högre genomsnittlig emissionsränta. En lång löptid ökar dessutom marknadsvärdesrisken (VaR) i statsskulden, dvs. risken att staten vid stora överskott i statsbudgeten tvingas köpa tillbaka utestående obligationer till kursförlust (om marknadsvärdet på skulden stigit till följd av lägre räntor).

Figur 1. Samband kostnad, löptid och risk i statsskuldens förvaltning⁴

Principiellt innebär detta att kostnadsminimering och de tre riskbegreppen tillsammans skapar ett löptidsintervall för statsskulden där en avvägning mellan kostnadsminimering och acceptabel risknivå kan tänkas ligga. Den optimala löptiden för statsskulden skulle därför kunna sägas bestämmas av avvägningen mellan en kort löptid i syfte att minimera kostnaderna med beaktande av att risken för variation i den genomsnittliga emissionsräntan inte blir alltför stor (se punkten "optimal portfölj" i figur 1).

⁴ Vänster y-axel indikerar stigande kostnader i termer av genomsnittlig emissionsränta uppåt i diagrammet. Höger y-axel mäter riskerna och indikerar ökad VaR uppåt i diagrammet respektive ökad RYaR och FSaR nedåt i diagrammet

3.5 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet

Regeringens bedömning: Det finns ännu inte tillräckligt underlag för att fastställa riktlinjer för vilka andelar för de olika skuldslagen som är önskvärda. Årets beslut syftar därför i allt väsentligt till att hålla de olika portföljandelarna oförändrade.

Flexibiliteten i valutaupplåningen bör således ökas så att variationer i nettoupplåningen kan mötas med såväl nominell kron- som valutaupplåning.

Riktlinjebeslutet för år 2000 kan komma att omprövas om grunderna för beslutet på ett avgörande sätt skulle förändras.

Det finns skäl som talar för att ett traditionellt portföljvals- perspektiv borde anläggas på riktlinjerna för förvaltningen av statsskulden. Riktlinjerna skulle i sådana fall sikta på att ange skuldens sammansättning vid varje tidpunkt, dvs. ange hur skulden skulle vara fördelad mellan de olika skuldslagen, och vilket mandat Riksgäldskontoret skulle ha att avvika från de angivna andelarna.

En analys av hur skuldens sammansättning påverkar de absoluta kostnaderna med beaktande av risk och som resulterar i en relativt välgrundad uppfattning av skuldportföljens optimala sammansättning leder naturligt fram till att även riktlinjerna borde utformas på ett sätt som är konsistent med en sådan analys, dvs. i termer av andelar för de olika skuldslagen

En fördel med en sådan ansats skulle vara att förändringar i upplåningsbehovet skulle kunna mötas med en proportionell förändring av upplåningen i de olika skuldslagen utan att skuldens egenskaper när det gäller kostnad och risk skulle behöva förändras. Utformningen av innevarande års riktlinjer medger i huvudsak endast förändringar i den nominella kronskulden eftersom valutaamorteringstakten är angiven i kronor. Detta kan medföra att den totala skuldens egenskaper förändras till följd av svårförutsägbara svängningar i upplåningsbehovet snarare än av välunderbyggda politiska beslut baserade på uppfattningar om risk- och avkastningsöverväganden.

Inför år 1999 uppdrog regeringen åt Riksgäldskontoret att i samråd med Finansdepartementet utveckla en simuleringsmodell för analys av hur alternativa sammansättningar av statsskuldportföljen påverkar kostnader och risker. Riksgäldskontoret lämnade i juni 1999 en rapport om vilka krav som bör ställas på en sådan modell och hur den skulle kunna byggas upp. I rapporten betonades att Riksgäldskontoret avsåg att ta fram en modell efter eget specifikt behov och att modellarbetet kommer att ta viss tid i anspråk. I arbetet med att ta fram ett kvantitativt underlag för riktlinjebeslutet för år 2000 anlätades därför Morgan Stanley Dean Witter. Riksgäldskontoret konstaterar dock att genomförda kvantitativa kalkyler inte givit helt entydiga och signifikanta slutsatser av kvantitativ natur. De resultat som ändå framkommit av de externa simuleringar liksom av Riksgäldskontorets egna modellberäkningar har ändå utgjort ett viktigt underlag i det förslag till riktlinjer som lämnats.

Regeringen konstaterar att ett ambitiöst arbete lagts ned på att ta fram ett kvantitativt underlag inför riktlinjebeslutet för år 2000, även om detta ännu i huvudsak endast ger indikativa resultat. Då det ännu saknas tillräckligt empirisk underlag för hur förändringar i skuldens sammansättning påverkar förväntad kostnad och risk i statsskuldportföljen, är regeringens möjligheter att fatta ett långsiktigt beslut om önskvärd rörelseriktning i sammansättningen och durationen även detta år begränsat. Årets beslut tas därför väsentligen med en ettårig beslutshorisont. Riksgäldskontoret bör fortsätta utvecklingsarbetet med en simuleringsmodell i syfte att ta fram ett mer fullödigt kvantitativt underlag inför riktlinjebeslutet för år 2001.

En ytterligare komplikation med att utforma riktlinjerna i termer av andelar är att det kan uppstå risker för en fördyring av förvaltningen av valutaskulden. Riksgäldskontoret skulle t.ex. kunna riskera att systematiskt låna respektive amortera i utländsk valuta till onödigt höga kostnader (i strid med kostnads målet). En försvagning av kronan innebär nämligen att valutaandelen av skulden ökar och Riksgäldskontoret skulle då kunna tvingas amortera och därmed realisera valutakursförluster. En förstärkning av kronan riskerar att medföra nyupplåning i utländsk valuta i en situation då kronan är

stark. Detta talar för att riktlinjebeslutet, åtminstone tills vidare, bör avse ett krontal för valutaupplåningen.

Processen med att utveckla ett fullödigt beslutsunderlag har således ännu inte nått så långt att det är möjligt att fastslå skuldens optimala sammansättning. Det är på detta stadium inte meningsfullt att utforma riktlinjerna i termer av skuldandelar. Ett sådant försök skulle kunna ge en illusion av beslutet vilade på en fastare grund än vad som för närvarande är fallet.

En strikt tillämpning av riktlinjer utformade som tidigare, t.ex. med ett krontal för valutaupplåningen, begränsar möjligheterna att använda denna som buffert om prognosen för upplåningsbehovet skulle behöva revideras. Mot bakgrund av den förhållandevis tunna och illikvida marknaden för realobligationer skulle det sannolikt inte vara ändamålsenligt att i stället använda real upplåning som flexibel finansieringskälla. Det finns därmed skäl att ge Riksgäldskontoret en större flexibilitet i valutaupplåningen. I annat fall skulle enbart den nominella kronupplåningen återstå som finansieringsbuffert. En ökad flexibilitet i valutaupplåningen skulle göra det möjligt att undvika större förändringar av valutaandelen av den totala skulden om utfallet för nettoupplåningen kraftigt skulle avvika från prognosen. En ökad flexibilitet kan således ses som ett steg i riktning mot ett ökat inslag av en traditionell portföljansats i riktlinjearbetet. Det finns anledning att fortsätta analysen av vilken ansats som bör väljas för riktlinjernas utformning. Frågan om ett eventuell realsynsätt på förvaltningen kan ses som en del av en sådan analys.

Sammanfattningsvis är det enligt regeringens bedömning ännu inte möjligt att på goda grunder ange vilka andelar för skuldandelar som kan anses önskvärda. Årets riktlinjebeslut syftar därför i allt väsentligt till att hålla de olika portföljandelarna oförändrade. Flexibiliteten i valutaupplåningen bör i enlighet med denna utgångspunkt ökas så att variationer i nettoupplåningen kan mötas med såväl nominell kron- som valutaupplåning.

Det övergripande målet och beslutsordningen för statens upplåning och förvaltning av statsskulden fastställdes våren 1998. Detta innebär att Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer, regeringens beslut om riktlinjer och den kommande utvärderingen av stats-

skuldsförvaltningen bör ses som delar i en process som syftar till att successivt förbättra metoder, analysverktyg och beslutsvariabler i styrningen av förvaltningen av statsskulden.

Riktlinjerna för år 2000 bygger på en rad förutsättningar förknippade med osäkerhet. Om utvecklingen på ett avgörande sätt skulle avvika från dessa förutsättningar, kan en omprövning av riktlinjebeslutet bli nödvändigt under året.

4 Riktlinjer för statsskuldsförvaltningen för år 2000

4.1 Riksgäldskontorets förslag och Riksbankens yttrande

Riksgäldskontorets riktlinjeförslag

Riksgäldskontoret föreslår, givet aktuella bedömningar av lånebehovet, i princip en oförändrad fördelningen mellan skuldslagen jämfört med riktlinjebeslutet för 1999.

Kontoret föreslår att amorteringstakten på valutaskulden ökas till 35 miljarder kronor (från 25 miljarder kronor för 1999). Detta leder, vid oförändrade växelkurser, till en marginell minskning av valutaandelen i skulden. Till följd av osäkerheten i statens lånebehov för år 2000 och för att uppnå flexibilitet i valutaamorteringen föreslås att intervallet runt amorteringen ökas till ± 15 miljarder kronor (från ± 5 miljarder kronor för 1999).

Riksgäldskontoret föreslår också att den sammantagna durationen i kron- och valutaskulden skall minskas till 2,7 år med ett intervall på $\pm 0,3$ år vid utgången av år 2000. Vid utgången av 1999 beräknas durationen uppgå till drygt 2,9 år. Förslaget stöds av kvalitativa resonemang och indikativa partiella kvantitativa analyser där förkortningen bedöms ge väsentliga kostnadsbesparingar men ha en försumbar effekt på risknivån i statsskulden. Riktlinjerna för

real och nominell kronupplåning samt för förfalloprofilen föreslås vara oförändrade jämfört med riktlinjebeslutet för 1999.

Riksbankens yttrande

Riksbankens direktion bedömer att Riksgäldskontorets förslag till statsskuldens sammansättning, duration och förfalloprofil inte står i konflikt med de krav som penningpolitiken ställer. Riksbanken anser också det rimligt att valutaskuldens amorteringstakt ökas till 35 miljarder kronor år 2000.

Riksbanken noterar att förslaget intervall runt valutaamorteringen (± 15 miljarder kronor) är betydligt bredare än det nu gällande intervallet. Storleken på intervallet skulle under oroliga tider kunna skapa osäkerhet på valutamarknaden. Banken bedömer dock att det ökade intervallet inte kommer att påverka kronans växelkurs under förutsättning att intervallet hanteras på ett tydligt sätt och givet att Riksbanken även fortsättningsvis tillämpar nuvarande förfaringsätt för växling av valuta.

Riksbanken förutsätter också att statsbudgetutfallet är styrande för hur stor del av intervallet som kommer att tas i anspråk och att icke-prognosticerade budgetöverskott fördelas proportionellt mellan nominell kronskuld och valutaskuld. I de fall intervallet tas i anspråk anser direktionen det nödvändigt att Riksgäldskontoret kompletterar sina offentliga prognoser med dessa revideringar av amorteringarna i utländsk valuta.

4.2 Regeringens beslut

Valutaskulden

Regeringens beslut: Skulden i utländsk valuta skall amorteras med ett belopp motsvarande 25 miljarder kronor under år 2000. Från detta belopp får Riksgäldskontoret avvika uppåt eller nedåt med 15 miljarder kronor. Det främsta skälet för den ökade flexibiliteten jämfört med innevarande år är att undvika större förändringar av valutaandelen till följd av avvikelser från upplåningsprognosen.

Riksgäldskontoret bör offentligt redogöra för hur mandatet för valutaupplåningen avses att utnyttjas liksom eventuella revideringar av dessa planer.

En reellt stor andel av statsskulden består, som framgått ovan, av upplåning i utländsk valuta. Vid utgången av 1999 beräknas skulden i utländsk valuta uppgå till drygt 29 procent av den totala statsskulden, när värdet av derivatportföljen inräknats. Regeringen har sedan 1993 årligen beslutat om storleken på statens upplåning i utländsk valuta. I tabell 2 återges riktlinjerna för valutaupplåningen under de senaste åren.

Riksgäldskontoret bedömer att det finns skäl för en långsiktig neddragning av valutaskulden. Som skäl anförs bl.a. att valutalån har högre risk än kronupplåning samtidigt som det på lång sikt inte föreligger någon systematisk kostnadsskillnad. Valutalånen har en högre risk eftersom variationer i växelkursen direkt slår igenom på valutaskuldens värde och därmed på den totala skulden och skuld-kvoten. Under perioder med ekonomisk-politisk osäkerhet kan betydande riskpremier finnas förknippade med upplåning i den inhemska valutan som fördyrar kronupplåning. Även om en viss räntedifferens fortfarande föreligger har budgetsaneringen och den låga inflationen förändrat bilden.

Tabell 2. Regeringens årliga riktlinjer om nettovalutaupplåning, utfall, valutaskuldens förändring i kronor (inkl. valutakursomvärdering) samt nettoupplåning, miljarder kronor.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Riktlinjer för valutaupplåning	25	>30	>20	0	-25	-25	-25	
Faktisk valutaupp- låning, netto	32,0	43,8	30,0	-2,5	-26,4	-25,0		
Valutaskuldens värdeförändring	24,4	19,2	24,7	9,5	-23,6	-60,4		
Statens nettoupplåning	184,9	138,6	21,0	6,2	-9,7	-55,3	-82,5	-81,0

Anm: Uppgifterna för 1999-2001 utgör prognoser enligt budgetproposition för år 2000. Valutaskuldens värdeförändring utgörs av valutaupplåningen (netto) och valutakursomvärdering av skulden inkl. derivatportföljen.

Valutaupplåningen är ett flexibelt instrument. Eftersom den svenska staten är en liten aktör på den internationella valutamarknaden kan upplåningen snabbt dras upp om så krävs. För att denna flexibilitet skall kunna utnyttjas krävs emellertid att valutaskulden inte är alltför stor i utgångsläget.

Vidare anför Riksgäldskontoret att kommande överföringar från AP-fonden (framför allt i form av obligationer denominerade i kronor) kommer att dra upp valutaskuldens andel. Mot bakgrund av dessa skäl och de förväntade budgetöverskotten för år 2000 och 2001 anser Riksgäldskontoret att amorteringstakten skall öka från 25 till 35 miljarder kronor.

I föregående års riktlinjebeslut var regeringens utgångspunkt att statsskuldportföljens olika skuldandelar skulle hållas oförändrade. Skälet till detta var att det inte förelåg något underlag för hur en långsiktig optimal portföljsammansättning skall se ut och att det därmed inte fanns möjlighet att ange i vilken riktning valuta-kuldens andel borde utvecklas.

Regeringen anförde att valutaskulden skulle amorteras med 25 miljarder kronor under 1999. Skälet för detta var att de överföringar från AP-fonden som skulle genomföras i början av år 2001 skulle dra upp valutaskuldens andel. För att motverka detta föreslogs att en amortering skulle påbörjas redan under 1999. I budgetpropositionen för 1999 bedömdes nettoupplåningen år 2001 bli drygt 200

miljarder kronor. En liknande bedömning hade också gjorts inför riktlinjerna för valutaupplåningen 1998.

Profilen för statens nettoupplåning bedöms nu bli annorlunda jämfört med beräkningarna inför riktlinjebeslutet för 1999. Amorteringen på statsskulden för 1999 blir större än vad som tidigare förutsågs. Samtidigt bedöms amorteringen år 2001 bli väsentligt lägre, bl.a. till följd av en mindre överföring från AP-fonden än vad som tidigare antagits. Behovet av att dra ned valutaskulden för att motverka en höjning av andelen år 2001 har därmed minskat. Den höjning av amorteringstakten till 25 miljarder kronor per år som inleddes år 1998 är enligt nuvarande bedömning tillräcklig för att motverka en uppgång av valutaskuldens andel år 2001. Nettoupplåningsprognosen för år 2002 pekar på ett väsentligt lägre budgetöverskott än för de kommande två åren. Detta talar också emot en uppdragning av amorteringstakten av valutaskulden.

Regeringens bedömer, som framgått ovan, att det fortfarande saknas underlag för ett ställningstagande om en långsiktig optimal valutaandel. Vid oförändrad växelkurs skulle en nettoamortering av valutaupplåningen på 25 mdkr resultera i en i stort sett oförändrad andel upplåning i utländsk valuta i förhållande till den totala statsskulden.

Det finns ytterligare skäl till varför en minskad valutaandel inte är självklar. Riksgäldskontoret anför att valutaupplåning medger en större diversifiering jämfört med upplåning i kronor. Upplåning i flera valutor innebär att exponeringen för uppgångar i räntenivån i ett enskilt land minskar. Det är därmed möjligt att utnyttja att korta räntor i genomsnitt är lägre än långa, dvs. man behöver inte betala den riskpremie som normalt anses krävas för lång upplåning. Detta talar i princip för att valutaupplåning är billig alldeles oaktat den räntedifferens som under lång tid funnits mellan svenska obligationsräntor och t.ex. tyska. Den riskpremie som Riksgäldskontoret normalt anses behöva betala för upplåning i kronor jämfört med vissa andra valutor och som till stor del är hänförlig till valutarisken innebär å andra sidan inte ett självklart argument för att valutaupplåning är att föredra. Valutaupplåning innebär att staten får bä-

ra den ökade risken för valutakursförluster som är förknippad med lån i annan valuta än kronor.

Dessa argument belyser osäkerheten i bedömningen om vilken andel valutalån i skuldportföljen som kan betraktas som optimal. Regeringen finner därför att övervägande skäl talar för en amorteringstakt som förväntas ge en i princip oförändrad andel valutalån. Regeringen anser emellertid det angeläget att en fortsatt analys bedrivs i syfte att skapa ett bättre beslutsunderlag för hur stor andel valutalån som kan betraktas som önskvärd.

Regeringen anser vidare att det liksom tidigare är lämpligt att ge Riksgäldskontoret viss flexibilitet i tillämpningen av beslutet om amortering av valutaskulden. Riksgäldskontoret argumenterar för att möjligheten till avvikelser uppåt och nedåt bör ökas från 5 miljarder kronor till 15 miljarder kronor. Det viktigaste skälet är den stora osäkerheten i prognosen för nettoupplåning år 2000. Nettoupplåningen beräknas i budgetpropositionen för år 2000 bli -82,5 miljarder kronor. Försäljningen av statliga företag antas svara för hela 95 miljarder kronor av detta överskott. Prognosen är således i stor utsträckning beroende av enskilda företagsförsäljningar.

Prognosen för nettoupplåningen för 1999 visade sig i efterhand vara mycket osäker, bl.a. till följd av förändrade antaganden om storleken på statliga utförsäljningar. Riksgäldskontoret pekar på att prognosen har varierat mellan 20 och 90 miljarder kronor bara under loppet ett år. Om valutaamorteringen fixeras med enbart ett mindre utrymme för avvikelser måste kronupplåningen bära hela anpassningen till förändringar i upplåningsbehovet. För att undvika stora variationer på kronmarknaden, bl.a. med risker för försämrad likviditet eller större förändringar i emissionsvolym, finns det anledning att låta både valuta- och kronupplåningen variera för att möta oförutsedda förändringar av budgetsaldot.

Riksbanken finner det rimligt med den större flexibilitet som Riksgäldskontoret föreslår, men framhåller att det är av vikt med tydlighet kring detta intervall och utformningen av dess hantering. Banken förutsätter att det är budgetutfallet som styr hur stor del av intervallet som kommer att tas i anspråk och att Riksgäldskontoret

kompletterat sina offentliga prognoser med eventuella revideringar av valutaamorteringarna åtminstone inför varje halvårsskifte.

Regeringens slutsats är att en tillåten avvikelse från riktvärdet för valutaamorteringen på 15 miljarder kronor är lämplig. Det främsta skälet till den större flexibiliteten är osäkerheten om prognosen för budgetsaldot, även om kostnads- och risköverbälganden även bör kunna vägas in i kontorets ställningstagande om hur stor del av intervallet som skall utnyttjas. Riktmärket på 25 miljarder kronor kan alltså ses som betingat av upplåningsprognosen. Det är rimligt att Riksgäldskontoret offentligt redogör för hur mandatet för valutaupplåningen avses att utnyttjas liksom eventuella revideringar av dessa planer.

Real kronupplåning

Regeringens beslut: Stocken utestående realräntelån skall inte minska under år 2000. En minskning kan dock tillåtas av marknadsvärdande skäl.

Riktlinjerna för innevarande år anger att reallånestocken inte skall minska. En minskning är dock tillåten av marknadsvärdande skäl. Riksgäldskontoret har under 1999 övergått från s.k. on-tap-försäljning till auktioner av realobligationer vilket bidragit till att reallånestocken ökat. Riksgäldskontoret bedömer dock att marknaden fortfarande är liten och efterfrågan osäker vid rimliga realräntenivåer i förhållande till rådande nominella räntor. Realobligationer framstår därför för närvarande som en relativt dyr låneform. Kontoret ser därför inga skäl att föreslå ändringar i riktlinjen för den reala upplåningen.

Regeringen instämmer i Riksgäldskontorets bedömning och anser att stocken realräntelån inte skall minska under år 2000. Årets riktlinjebeslut lägger därför, i likhet med föregående år, ett golv för den reala upplåningen. Regeringen anser det dock viktigt att marknaden för realräntelån upprätthålls, inte minst mot bakgrund av en eventuell framtida övergång till real riskmätning i förvaltningen av

statsskulden. För att golvet för den reala upplåningen inte skall utgöra en alltför snäv restriktion, bör därför även fortsättningsvis hänsyn till en fungerande realobligationsmarknad kunna innebära att den redovisade realskulden minskar. Det finns dock inget som hindrar Riksgäldskontoret att öka den reala upplåningen om emissionsvillkoren är gynnsamma och om det är i övrigt är förenligt med kostnadsminimeringsmålet.

Nominell kronupplåning

Regeringens beslut: Statens finansieringsbehov skall i övrigt täckas med nominella lån i kronor.

Regeringen delar Riksgäldskontorets syn att den nominella upplåningen även i framtiden skall utgöra statens huvudsakliga finansieringskälla för statsskulden och att kontoret som en dominerande aktör har ett ansvar för att upprätthålla en väl fungerande marknad för kronupplåning. Därför är också principerna om förutsägbarhet och transparens i kontorets agerande på marknaden viktiga komponenter i vården av kronmarknaden. Den nominella kronskulden utgör även i årets riktlinjebeslut en viktig restpost mellan statens lånebehov och upplåningen i utländsk valuta och reala obligationer.

Regeringen menar dock att tilldelat intervall runt riktmärket för valutamorteringen ökar Riksgäldskontoret möjligheter att fördela osäkerheten i statens lånebehov mellan kron- och valutamarknaden. Denna flexibilitet främjar därför Riksgäldskontorets möjligheter att agera förutsägbart och transparent på kronmarknaden samt att bedriva marknadsvård. Regeringen anser att riktlinjen för den nominella kronupplåningen år 2000 kan behållas oförändrad.

Löptid

Regeringens beslut: Den genomsnittliga durationen för den nominella skulden i kronor, inklusive hushållsupplåningen, och utländsk valuta skall vid utgången av år 2000 vara 2,7 år. Riksgäldskontoret får i sin förvaltning avvika uppåt eller nedåt från detta riktmärke med 0,3 år.

Löptiden för realobligationer skall vara minst 8 år eller längre.

I riktlinjerna för 1999 angavs att löptiden skall mätas som den genomsnittliga räntebindningstiden i den nominella kronskulden och valutaskulden sammantaget. I riktmärkesportföljerna för de bägge skuldslagen har Riksgäldskontorets styrelse valt olika löptider (ungefär 4 respektive 2,5 år för kron- respektive valutalån). Motivet är att skulden i utländsk valuta kan göras mer diversifierad vilket reducerar risken. Därmed anser sig kontoret kunna utnyttja det förhållandet att korta räntor på sikt kan antas vara lägre än långa. Valet av olika löptider är således motiverat av kostnadsskäl.

Trots att Riksgäldskontoret finner skäl för att tillämpa olika löptider i de bägge skuldslagen finner kontoret att övervägande skäl talar för att riktlinjerna endast skall ge ett riktvärde för den sammantagna kron- och valutaskulden. Det vore olämpligt att inkludera alltför många detaljer. Regeringen delar kontorets bedömning. Regeringens beslut om risktagande i förhållande till förväntad kostnad bör ges på en övergripande nivå och avse skulden som helhet för att därmed vara ett samlat uttryck för en avvägning mellan målet att minimera kostnaderna och hänsyn till risk. Riktlinjer som omfattade flera riktmärken skulle innebära att regeringen på en relativt detaljerad nivå fattade portföljvalsbeslut. Sådana beslut bör fattas av kontoret på grundval av en professionell värdering av kostnader och risker. Riksgäldskontorets eventuella beslut om flera riktmärken som skiljer sig åt med avseende på löptid skall motiveras och utvärderas i termer av kostnads- och risköverväganden.

I tabell 3 visas den sammanlagda löptiden för den nominella kronskulden och valutaskulden mätt med två olika mått: duration

och räntebindningstid. Den sammanlagda durationen beräknas vid utgången av 1999 uppgå till drygt 2,9 år varav durationen för den nominella skulden i kronor uppgår till 3,2 år och för skulden i utländsk valuta till 2,2 år.

Tabell 3. Återstående sammanlagda löptid på den nominella delen av statsskulden vid slutet av respektive år.

	1995	1996	1997	1998	1999
Duration	3,2	3,2	3,1	3,1	2,9
Räntebindningstid	3,8	3,8	3,7	3,5	3,5

Riksgäldskontoret föreslår att duration (mätt i år) i regeringens riktlinjer skall ersätta räntebindningstid som mått på löptid. Bägge utgör mått på den genomsnittliga tiden till en obligations framtida kassaflöden (kuponger och inlösenbelopp). Skillnaden är att medan duration beräknas genom att tiden till varje kassaflöde vägs med kassaflödets nuvärde, beräknas räntebindningstid genom att tiden till kassaflödena vägs med nominella värden utan diskontering. Durationen påverkas därmed av räntenivån. Bytet av löptidsmått motiveras av att durationen är ett mer praktiskt verktyg för styrning av genomsnittlig löptid och ränterisk. Dessutom läggs på ett tydligare sätt fast att marknadsvärdering skall användas i utvärderingen av Riksgäldskontorets operativa förvaltning gentemot definierade riktmarkesportföljer. Marknadsvärdet av skulden utgörs just av nuvärdet av de kassamässiga skuldflödena. Regeringen delar kontorets uppfattning att duration är ett mer ändamålsenligt mått på löptiden.

Riksgäldskontoret föreslår att durationen vid utgången av år 2000 skall vara 2,7 år ($\pm 0,3$ år) sammantaget för den nominella kron- och valutaskulden. Det innebär en viss förkortning från den prognosticerade durationen på drygt 2,9 år vid utgången av 1999.

Riksgäldskontorets förslag grundar sig på antagandet att den långsiktiga avkastningskurvan är positivt lutande och att en förkortad löptid därmed minskar de förväntade kostnaderna för skuldförvaltningen. Detta sker dock till priset av en viss ökad risk, mätt som ökad volatilitet i genomsnittlig emissionsränta. Kontoret bedömer den ökade risken som försumbar. Även den modellanalys som utnyttjats ger visst stöd för den föreslagna förkortningen av löptiden.

Modellresultaten bör dock tolkas med försiktighet eftersom modellen endast omfattar den nominella kronskulden och därmed inte analyserar de samlade portföljriskerna.

Därtill finns enligt Riksgäldskontoret ytterligare skäl för att förkorta löptiden något. En kortare löptid ger en förväntad lägre kostnad, men till priset av en högre risk. De förbättrade statsfinanserna medger att staten borde kunna vara beredd att öka risken något. Starka statsfinanser gör en annorlunda avvägning mellan kostnad och risk i statsskulden möjlig. För det andra medger de förväntade större överskotten att större förfall i skulden kan accepteras utan att refinansieringsrisken ökar. För det tredje indikerar kontorets kvantitativa analyser att en förkortad löptid kan ske med endast en liten ökning av risken. Modellanalysen indikerar att en ökad risk i form av ökad variation i den genomsnittliga emissionsräntan blir märkbar först då skuldens duration går ned mot två år. En mindre neddragning av durationen kan således ske utan en påtaglig ökning av risken.

Samtidigt betonar Riksgäldskontoret att en viss försiktighet är påkallad. Förväntade kostnadsbesparingar till följd av en kortare duration måste vägas mot behovet av att upprätthålla en långsiktig lånestrategi i syfte att främja bl.a. likviditeten i marknaden och främja marknadens funktionssätt. Kontoret har vägt in dessa aspekter i sitt förslag till duration.

Regeringens bedömning är att de stabila statsfinanserna talar för att en begränsad ökning av risken kan vara motiverad. Den förlängning av löptiden som genomfördes 1993-94 motiverades bl.a. av den osäkerhet som skapades av det snabbt stigande upplåningsbehovet. Förkortningen i statsskuldens löptid som Riksgäldskontoret föreslår är liten varför ökningen i risk bör kunna betraktas som marginell. Det finns även skäl för att en sådan förkortning kan ge något lägre kostnader på längre sikt.

För den reala skulden föreslår Riksgäldskontoret att riktlinjen för innevarande år även fortsättningsvis bör gälla och att den reala upplåningen bör ske i löptider på minst 8 år. Regeringens bedömning är att det inte finns några starka skäl för att ange en riktlinje för duration i realränteupplåningen, bl.a. är marknaden för

realobligationer fortfarande osäker vilket kan antas försvåra kontorets möjligheter att styra durationen i den reala skulden. Regeringen delar Riksgäldskontorets bedömning att löptiden för realobligationer skall vara minst 8 år eller längre.

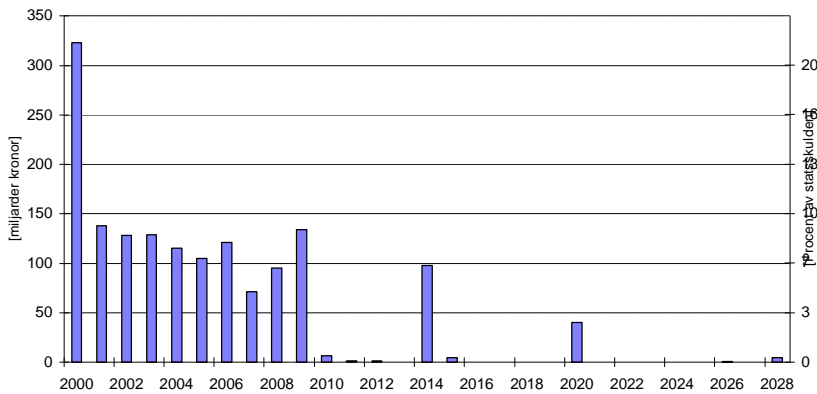
Förfalloprofil

Regeringens beslut: Högst 30 procent av hela skulden får förfalla inom de närmaste 12 månaderna. Riksgäldskontoret skall dock inrikta upplåningen så att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom nämnda period.

Som redovisats ovan anser regeringen att den sammantagna löptiden i den nominella kron- och valutaskuldens löptid kan kortas jämfört med förra årets riktlinjebeslut. Det bör dock poängteras att måttet duration inte fullt ut fångar risken i refinansieringen eftersom en viss duration i princip kan uppnås på ett oändligt antal sätt (t.ex. genom att koncentrera skulden till ett fåtal löptider).

Diagram 1 nedan visar hur stor del av statsskulden som beräknas förfalla per år. Utgångspunkten är skuldens prognostiserade sammansättning den 31 december 1999. Under år 2000 beräknas drygt 320 miljarder kronor (drygt 21 procent) förfalla vilket är 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 (statsskuldväxlar) som i utländsk valuta (s.k. commercial papers). Denna strategi innebär att en större andel av statsskulden alltid förfaller inom de närmaste 12 månaderna jämfört med åren därefter.

Diagram 1. Statsskuldens prognostiserade förfalloprofil vid utgången av 1999 i miljarder kronor och i procent av statsskulden.



Regeringen anser det rimligt att refinansieringen av förfallande lån sprids över tiden för att minska risken att en stor del av skulden måste refinansieringen under perioder med högre räntenivåer. Även ur ett marknadsvårdande perspektiv är det lämpligt att sprida upplåningen över flera löptider. Dessa riktlinjer kan ses som komplement till beslutet om durationens längd. Riktlinjerna för förfalloprofilen år 2000 skall således hållas oförändrad så att högst 30 procent av statsskulden får förfalla under de närmaste 12 månaderna. Riksgäldskontoret skall dock inrikta upplåningen så att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom nämnda period.

5 Utvärderingen av statsskuldsförvaltningen år 2000

Regeringens beslut: Riksgäldskontorets styrelse skall fastställa riktmärkesportföljer för den nominella kron- respektive valutaskulden. Valet av riktmärkenas duration skall utvärderas kvantitativt och kvalitativt. Den kvantitativa utvärderingen skall avse skillnader i de absoluta kostnaderna jämfört med regeringens riktlinjer. Vid utvärderingen skall även hänsyn till risk tas.

Den löpande förvaltningen skall utvärderas kvantitativt. Kostnaden för skuldförvaltningen skall därvidlag ställas i relation till den hypotetiska strategi som konkretiserats i riktmärkesportföljerna. Vid den kvantitativa utvärderingen skall även hänsyn tas till risken. Den kvantitativa utvärderingen skall kompletteras med en kvalitativ utvärdering bl.a. av kontorets marknadsvårdande insatser.

Större avvikelser från prognosen för nettouplåningen bör beaktas vid utvärderingen av valutaupplåningen.

Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning har de senaste åren utvärderats med hjälp av två s.k. riktmärkesportföljer. Portföljerna fastställs av Riksgäldskontorets styrelse och avser dels den nominella skulden i kronor, dels skulden i utländsk valuta. Dessa riktmärkesportföljer avspeglar en hypotetisk, standardiserad upplåningsstrategi. Vid utvärderingen av Riksgäldskontorets resultat jämförs skillnaden mellan den faktiska skuldens kostnader och de beräknade hypotetiska kostnaderna för riktmärkesportföljerna. Någon utvärdering av besluten om riktmärkenas utformning har inte skett.

I lagen om statens upplåning och skuldförvaltning fastställs att regeringen varje år i en skrivelse till riksdagen skall utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen syftar till att ge insyn i och möjliggöra en bedömning av hur statsskuldskörelsen faktiskt bedrivs. En utvärdering ger vägledning för framtida beslut och är därför väsentlig även i ett framåtblickande perspektiv. Regelbundet återkommande utvärderingar ger dessutom goda incitament till en effektiv skuldförvaltning. Utvärderingen skall ske i ett långsiktigt perspektiv. Detta innebär såsom anförs i propositionen (prop. 1997/98:154) om förvaltningen av statsskulden att Riksgäldskontorets förvaltning även fortsättningsvis skall utvärderas över rullande femårsperioder. Regeringens utvärdering skall avse såväl de beslut som fattas av kontorets styrelse som de beslut som fattas på operativ nivå.

I den skrivelse som överlämnas till riksdagen skall, förutom regeringens utvärdering av Riksgäldskontoret, även en utvärdering av regeringens övergripande riktlinjer ingå. En sådan utvärdering bör enligt regeringens bedömning utgå från målet att minimera kostnaderna i förvaltningen med beaktande av risk och avse de absoluta kostnaderna. Utvärderingen skall inbegripa en jämförelse med (hypotetiska) kostnader för flera alternativa riktlinjer. Jämförelsen skall i första hand avse kostnader och risk vid en oförändrad skuldportfölj, såväl avseende uppdelning på skuldslag som löptid. Slutligen har Riksgäldskontorets styrelse möjlighet att utvärdera den löpande förvaltningen. Utvärderingen av statsskuldspolitikken sker således på flera nivåer.

I riktlinjebeslutet för 1999 fastställdes att Riksgäldskontorets förvaltning skulle utvärderas mot en riktmärkesportfölj för den samlade skulden. Som utgångspunkt anfördes att förvaltningen av statsskulden skall ses som en helhet och att det därför är de förväntade totala kostnaderna och den samlade risken som skall beaktas. Riksgäldskontoret gavs därmed möjlighet att omfördela kostnader och risker i en del av statsskuldportföljen mot kostnader och risker i annan del. Den tidigare modellen gav inte utrymme för tillräcklig flexibilitet och hindrade en helhetssyn.

I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjebeslut för år 2000 föreslås att utvärderingen av kontorets förvaltning bör ske i två steg. Baserat på riktlinjebeslutet föreslås Riksgäldskontorets styrelse fördela den av regeringen beslutade durationen mellan skuldslagen nominell kronskuld respektive valutaskuld. Det är enligt kontorets uppfattning inte ändamålsenligt att definiera en riktmärkesportfölj för den samlade kron- och valutaskulden där de bägge skuldslagen har samma duration och utvärdera resultatet i relativa termer. Ett beslut om att fördela durationen mellan skuldslagen genom att definiera två separata riktmärkesportföljer bör utvärderas utifrån effekterna på i första hand de absoluta kostnaderna med beaktande av risk. I ett andra steg bör avvikelserna från de fastställda riktmärkena utvärderas. Regeringen delar denna syn på utvärderingsprocessen.

Den ökade flexibilitet som Riksgäldskontoret fått i form av större möjligheter till avvikelser från riktmärket för amortering av valutaskulden syftar främst till att parera avvikelser från prognosen för statens nettoupplåning. Flexibiliteten bör dock även kunna utnyttjas för en bättre måluppfyllelse. En anpassning av valutaupplåningen till större förändringar i lånebehovet bör beaktas vid utvärderingen. Detta kan exempelvis ske genom att riktlinjerna att amortera 25 miljarder kronor på valutaskulden justeras på lämpligt sätt med hänsyn till avvikelser från upplåningsprognosen.

Avvikelser från ett sådant justerat riktmärke för valutaupplåningen kan utvärderas i termer av skillnader i genomsnittlig emissionsränta och uttryckas i kronor.

Den större flexibilitet som föregående års riktlinjebeslut avsåg att skapa genom att uppdra åt Riksgäldskontoret att utforma en riktmärkesportfölj för den samlade nominella kron- och valutaskulden kan således i princip uppnås genom dels styrelsens diskretionära beslut om fördelningen av den samlade durationen som anges i riktlinjerna mellan separata riktmärkesportföljer, dels avvikelser från riktmärket för amorteringen av valutaskulden.

De riktmärkesportföljer som Riksgäldskontorets styrelse fastställer kommer att vara styrande för förvaltningen av respektive portfölj. Resultatet av dessa bör sedan på sedvanligt sätt utvärderas

genom att jämföra kostnaderna för den faktiska nominella kronskulden respektive valutaskulden med kostnaderna för respektive riktmärkesportfölj i marknadsvärdesterm. Resultatet mäter i vad mån som avvikelser från riktmärkesportföljen medfört lägre eller högre kostnader i relativa termer.

Denna utvärdering bör kompletteras med en kvalitativ analys av bl.a. kontorets marknadsvårdande insatser. Sådana åtgärder syftar till att förbättra marknadens funktion och kan därmed förväntas medföra lägre räntenivå på den svenska marknaden. Därmed påverkas även värdet av den hypotetiska riktmärkesportföljen, varför en kvantitativ relativ kostnadsjämförelse med avseende på de marknadsvårdande insatserna inte är möjlig.

6 Tekniskt appendix: Definitioner av centrala begrepp

Valutaupplåningen

Det valutaupplåningsmandat som föreskrivs av riktlinjerna för statsskuldförvaltningen är definierat i flödesterm. En amortering av valutaskulden utgörs av nettot av förfall och upplåning av lån respektive derivatinstrument, värderade till de valutakurser som gäller på transaktionsdagen.

Detta innebär att samtliga flöden i utländsk valuta räknas in i valutamandatet; exempelvis ingår för swappar mellan kronor och utländsk valuta swappens valutaben i valutamandatet, medan kronbenet ingår i kronskulden. Orealiserade omvärderingar av skulden med avseende på valutakurser räknas inte in i den amortering av valutaskulden som riktlinjerna föreskriver. Detta innebär att en amortering i termer av valutamandatet ex post inte överensstämmer med den förändring som kan uppmätas i den utestående skuldens värde under motsvarande period, eftersom den utestående skulden också innefattar realiserade valutakursomvärderingar.

Marknadsvärdeskostnader, genomsnittlig emissionsränta respektive periodiserade kostnader

Marknadsvärdeskostnaden över en given tidsperiod definieras som skillnaden mellan skuldens marknadsvärde vid tidsperiodens ingång och dess marknadsvärde vid tidsperiodens slut, plus eventuella utbetalda kupongräntor under perioden. Härav följer att kostnaden ökar om skuldens marknadsvärde ökar, och minskar om skuldens

marknadsvärde minskar. Genomsnittlig emissionsränta definieras som ett vägt genomsnitt av emissionsräntorna i skuldportföljen. Vikterna utgörs av respektive värdepappers nominella belopp. Emissionsräntorna är de räntor till vilka respektive värdepapper emitterades. Enligt detta mått anges således kostnaderna i form av en procentuell räntenivå.

Periodiserade kostnader anger kostnaden i kronor, när räntebetalningarna för varje instrument sprids ut jämnt över respektive instruments löptid. Periodiserade kostnader är de räntekostnader som ingår i *statens* finansiella sparande.⁵ I detta begrepp inkluderas löpande räntebetalningar på statsskulden samt över- och underkurser som erhålls vid emission, utspridda jämnt över lånens löptid. Där emot ingår inte kurseffekter vid förtidsinlösen av lån samt realiserade valutadifferenser i de periodiserade kostnader som påverkar det finansiella sparandet. Om de periodiserade kostnaderna för en viss period divideras med den genomsnittliga nominella skulden under samma period erhålls ett värde som ligger nära den genomsnittliga emissionsräntan.

Riskmått

Till varje kostnadsmått kan ett motsvarande riskmått kopplas. Risken för ett ogynnsamt utfall i termer av marknadsvärdeförändringar kan kvantifieras med Value-at-Risk, VaR, vilket, något förenklat, är den största förlust man kan drabbas av med en viss given sannolikhet. För en viss upplåningsstrategi skulle man till exempel kunna säga att med 95 procents säkerhet blir den största marknadsvärdesförlusten på ett års sikt 5 miljarder kronor. På motsvarande sätt kan man definiera Running-Yield-at-Risk som den högsta tänkbara ge-

⁵ Statens finansiella sparande utgörs av den förändring av statens finansiella nettoförmögenhet som sker genom reala transaktioner. Detta innebär att transaktioner där en finansiell tillgång byts mot en annan, exempelvis försäljningar av statliga aktieinnehav samt överföringar från AP-fonden till statsbudgeten, samt effekter till följd av omvärderingar av utestående instrument, inte påverkar det finansiella sparandet.

nomsnittliga emissionsräntan man erhåller med en viss sannolikhet och för en viss lånestrategi, och slutligen Financial-Savings-at-Risk som den största kostnaden som kan uppstå definierad som effekten på det finansiella sparandet.

Räntebindningstid och duration

Både räntebindningstid och duration används för att mäta skuldens varaktighet. I båda måtten beräknar man skuldens genomsnittliga återstående löptid genom att väga tiden till varje kassaflöde (kuponger och förfall) med kassaflödets storlek. Skillnaden mellan måtten är att för duration väger man tiden till kassaflödena med nuvärdet av kassaflödet, medan i fallet med räntebindningstid väger man med nominella belopp. Eftersom nuvärdena av framtida kassaflöden beror på räntenivån är alltså durationen beroende av räntenivån, vilket inte gäller för räntebindningstiden.

För en nollkupongobligation gäller att räntebindningstid är det samma som duration, medan det för en kupongobligation gäller att durationen är lägre än räntebindningstiden. Det finns ett par olika definitioner av duration. 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 är vanligen uttryckt i år.

Förfalloprofil

Förfalloprofilen definieras i termer av hur stor andel av den utestående stocken som från mättidpunkten sett har löptider inom de föreskrivna löptidssegmenten. I praktiken mäts förfalloprofilen vid respektive månads slut. Avistastocken, som uppvisar nivåer som under enskilda månader på dagsbasis kan röra sig från underskott på ca 35-40 miljarder kronor till överskott på samma nivåer, beräknas ex ante ligga på en genomsnittlig nivå om ett underskott på 15 miljarder kr. Avistastocken förändras dock på ett förutsägbart sätt under månaderna, vilket innebär att det är känt vilka ungefärliga nivå-

er som förfallen inom tolv månader när de dagar då avistaunderskotten är som störst. För kort upplåning (huvudsakligen dagslån samt statsskuldväxlar med en löptid som understiger tolv månader), som refinansieras under året tas bara de volymer som finns utestående vid respektive mättpunkt med. Förfalloprofilen ger således en ögonblicksbild av den sammanlagda utestående volym som kommer att förfalla inom tolv månader sett från en viss dag. Nettoförfall av derivatinstrument har i beräkningarna skattats till noll. Nettovärden uppstår endast till följd av växelkursförändringar, och eftersom de kurser som kommer att råda vid förfallotidpunkterna inte är kända i förväg, är noll en rimlig prognos.



REGERINGSKANSLIET

Finansdepartementet

103 33 Stockholm

www.finans.regeringen.se