

Bilaga

Innehåll

1	Sammanfattning	3
2	Inledning	5
3	Utgångspunkter för regeringens riktlinjer	6
	3.1 Statsskuldens sammansättning	6
	3.2 Kostnader och risk i statsskuldförvaltningen	8
	3.3 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet	15
4	Riktlinjer för statsskuldförvaltningen år 2001	30
	4.1 Riksgäldskontorets riktlinjeförslag och Riksbankens yttrande	30
	4.2 Regeringens beslut	32
5	Utvärderingen av statsskuldens förvaltning år 2001	46
6	Tekniskt appendix: Definitioner av centrala begrepp	52

1 Sammanfattning

Riktlinjerna för statsskuldspolitiken bör ha ett flerårigt perspektiv så att förutsättningar skapas för framförhållning. Årets riktlinjebeslut anlägger därför i allt väsentligt ett treårigt tidsperspektiv. För åren 2002 och 2003 är riktlinjerna preliminära och kan komma att ändras.

Inför årets riktlinjebeslut föreligger underlag för att ta ställning till den långsiktiga utvecklingen av statsskuldens sammansättning och ange en långsiktig rörelseriktning. Regeringen anser att valutaskuldens andel av statsskulden bör reduceras och andelen kronskuld därmed ökas.

Skulden i utländsk valuta skall amorteras med 35 miljarder kronor år 2001, vilket innebär en ökning av amorteringstakten med 10 miljarder kronor jämfört med riktlinjerna för år 2000. Inriktningen för åren 2002 och 2003 är att amorteringstakten skall uppgå till samma belopp som för år 2001. Riksgäldskontoret får avvika från den angivna amorteringstakten med ± 15 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör ha fortsatt möjlighet att väga in kostnader och risk i strategiska beslut om amorteringstakten av valutaskuld. Kontoret bör offentligt redovisa hur mandatet för valutaupplåningen avses att utnyttjas liksom eventuella revideringar av dess planer.

Andelen reallån i statsskulden skall långsiktigt öka. Ökningstakten skall vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

Den del av statens finansieringsbehov som inte täcks av realkronupplåning och upplåning i utländsk valuta skall täckas med nominella lån i kronor.

Den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden skall vara 2,7 år. Inriktningen för åren 2002 och 2003 är att durationen skall vara oförändrad. Riksgäldskontoret bör inte ta aktiva positioner i den operativa förvaltningen av kronskulden. Det bör dock vara möjligt för kontoret att ta strategiska positioner. Riksgäldskontoret får vid fastställande av riktmärkesportföljer för nominella lån besluta om en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt $\pm 0,3$ år från det av regeringen beslutade riktvärdet.

Den reala upplåningen bör ha lång löptid. Huvuddelen av nyemitterade realobligationer bör ha en löptid om minst tio år.

Upplåningen skall inriktas så att inte mer är 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste 12 månaderna. Högst 30 procent av hela skulden får förfalla inom nämnda period.

2 Inledning

I proposition om förvaltningen av statsskulden våren 1998 presenterade regeringen förslag till en ny beslutsstruktur och en ny målformulering för statsskuldspolitiken. Riksdagen ställde sig i allt väsentligt bakom regeringens förslag (prop. 1997/98:154, bet. 1997/98: FiU29, rskr. 97/98:253). I lagen (1988:1387) om statsskuldens upplåning och förvaltning lagfästes det övergripande målet om att statens skuld skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Vidare fastställdes att förvaltningen skall 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. Beslutet skall fattas efter det att Riksgäldskontoret lämnat förslag till riktlinjer och Sveriges riksbank getts möjlighet att yttra sig över förslaget. Riksgäldskontoret inkom den 2 oktober 2000 med förslag till riktlinjer och Riksbankens yttrande inkom den 20 oktober 2000.

3 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer¹

3.1 Statsskuldens sammansättning

Det övergripande målet för statsskuldspolitiken är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden samtidigt som risken beaktas. Riktlinjerna för statsskuldspolitiken måste utformas så att sammansättningen av skulden får önskvärda egenskaper. Det är de förväntade totala kostnaderna och den samlade risken i förvaltningen som är avgörande för om målet uppfylls. Inte minst är det väsentligt att beakta samspelet mellan olika 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 av löptid och förfalloprofil i respektive skuldslag. Dessutom påverkas kostnads- och risknivån av storleken på statsskulden. En stor skuld innebär högre kostnader och därmed större risk att skuldkostnaderna bidrar till försämrade statsfinanser.

Statsskulden uppgick vid utgången av år 1999 till 1 374 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 70 procent av BNP. Till minskningen i statsskulden bidrog bl.a. valutakursvinster till följd av en förstärkning av den svenska kronan under år 1999. Vid utgången av år 2000 beräknas statsskulden uppgå till 1 275

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

miljarder kronor², vilket innebär att den minskar med 99 miljarder kronor under år 2000. Bidragande faktorer till överskotten i statens budgetsaldo för år 2000 är främst överföringen av AP-fondsmedel till staten och delprivatiseringen av Telia.

Regeringens beslut om valutaupplåning avser upplåning med valutaexponering. För att få en rättvisande bild av Riksgäldskontorets valutaexponering måste därför de s.k. skuldskötselåtgärder som vidtas i valutaupplåningen beaktas. Riksgäldskontoret har av kostnadsskäl valt att ta upp lån i svenska kronor och genom skuldbytesavtal (kron/valutaswappar) omvandla lånen till skuld i utländsk valuta. Under senare år är detta den helt dominerande tekniken för att ta upp valutalån. Statsskuldens fördelning på skuldslag, inklusive skuldskötselåtgärder, för åren 1996–2000 redovisas i tabell 1 nedan.

Tabell 1. Statsskuldens sammansättning inklusive skuldskötselåtgärder vid utgången av respektive år 1996-1999 samt prognos för 2000 [miljarder kronor].

	1996	1997	1998	1999	2000
Nominell skuld i kronor	919	912	920	874	805
<i>andel, procent</i>	<i>64,7</i>	<i>63,4</i>	<i>62,5</i>	<i>63,6</i>	<i>62,4</i>
Realräntelån	74	91	94	97	101
<i>andel, procent</i>	<i>5,2</i>	<i>6,3</i>	<i>6,4</i>	<i>7,1</i>	<i>7,8</i>
Skuld utländsk valuta	426	436	459	402	383
<i>andel, procent</i>	<i>30,0</i>	<i>30,3</i>	<i>31,2</i>	<i>29,3</i>	<i>29,7</i>
Statsskuld inkl. skuldskötsel	1 419	1 439	1 473	1 373	1 289
Statsskuld exkl. skuldskötsel	1 412	1 430	1 449	1 374	1 289

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm: Skuld i utländsk valuta är omvärderad till valutakurser vid respektive årsslut. Omvärderingen per den 31 december 2000 bygger på av Riksgäldskontoret prognostiserade valutakurser.

Nominella lån i svenska kronor utgör traditionellt Riksgäldskontorets viktigaste finansieringskälla. Merparten av upplåning sker i statsobligationer (lån med löptid över ett år) och statsskuldväxlar (lån med löptid i huvudsak under ett år). I

² Källa: Finansdepartementet, se även tabell 2.

skuldslaget ingår även upplåningen från de svenska hushållen via främst premieobligationer och riksgäldsspar. Skuldslagets andel av statsskulden uppvisar en sjunkande trend sedan mitten av 1990-talet och beräknas uppgå till 62,4 procent av statsskulden vid utgången av år 2000.

Realräntelån utgör ett komplement till nominell upplåning i kronor och erbjuder investerare en möjlighet att säkra sig mot inflationsrisker. Realränteobligationer har sedan emissionsstarten år 1994 stadigt ökat sin andel av upplåningen på den svenska marknaden och beräknas vid utgången av år 2000 uppgå till 7,8 procent av statsskulden.

Andelen upplåning i utländsk valuta växte snabbt i början av 1990-talet, från under 10 procent till knappt 29 procent av statsskulden budgetåret 1994/95. Därefter har andelen legat relativt stabilt runt 30 procent. Vid utgången av år 2000 beräknas valutaskulden uppgå till 383 miljarder kronor, vilket motsvarar 29,7 procent av statsskulden.

3.2 Kostnader och risk i statsskuldshöjningen

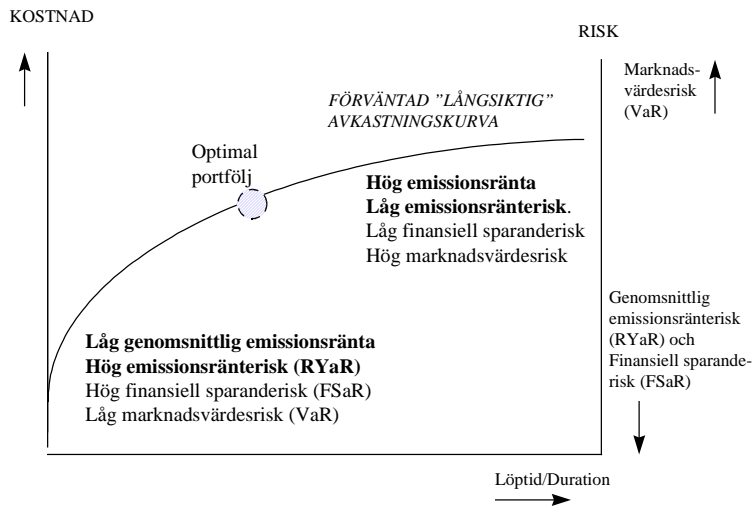
Regeringens bedömning: Vid överväganden om statsskuldens sammansättning och löptid bör kostnaderna mätas som genomsnittlig emissionsränta. Det relevanta nominella riskmåttet är genomsnittlig emissionsränterisk, som beaktar risken för stigande emissionsräntor.

Risken i statsskuldshöjningen bör i princip definieras som skuldportföljens bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden i stället för nominell risk. En sådan riskdefinition är emellertid mycket komplex och måste utvecklas innan den kan ersätta det nominella riskmåttet. Tills vidare bör därför bägge måtten användas i riskanalysen.

Målet för statsskuldspolitikerna innebär att kostnaderna för statsskulden bör vägas mot riskerna i höjningen. Denna

avvägning är avgörande för vilken sammansättning och löptid som skulden bör ha. Regeringen bedömde i riktlinjebeslutet för år 2000, mot bakgrund av statsskuldens långsiktiga karaktär och att upplåningen normalt sker med en stor andel långa lån som hålls till förfall, att det mest ändamålsenliga kostnadsmåttet är den genomsnittliga emissionsräntan. En fackterm som används för detta kostnadsmått är Running Yield (RY). Det relevanta riskmålet bör i enlighet med detta val vara den genomsnittliga emissionsränterisken. Motsvarande engelska fackuttryck är Running-yield-at-Risk (RYaR). Detta riskbegrepp avser variationen i den genomsnittliga emissionsräntan. Andra, underordnade, risker som identifierades i föregående års riktlinjer var den finansiella sparanderisken, som avser risken för att räntebetalningar skall försämra det finansiella sparandet, samt marknadsvärdesrisken, som avser variationer i skuldens marknadsvärde. Den finansiella sparanderisken är nära knuten till RYaR eftersom högre RYaR samtidigt ökar risken för ett försämrat finansiellt sparande. Vid utvärdering av förvaltningen gentemot en riktmärkesportfölj skall en marknadsvärdering av skulden användas. Samtliga kostnads- och riskmått är uttryckta i nominella termer.

Figur 1. Samband mellan kostnad, risk och löptid i statsskuldshöllningen.



I prop. 1997/98:154 Förvaltningen av statsskulden anför regeringen att det i princip vore önskvärt att låta kostnadsminimeringsmålet avse de långsiktiga reala kostnaderna. Under antagande om att statsskuldspolitiken inte påverkar inflationen, styr inte frågan om ett nominellt eller ett reallt synsätt valet av skuldportfölj. Variationerna i kostnaderna kan dock antas se olika ut om dessa mäts reallt eller nominellt. Variationerna i de reala kostnaderna beror nämligen inte bara på variationerna i de nominella kostnaderna respektive inflationen, utan också på samvariationen *mellan* kostnaderna och inflationen. Valet mellan ett reallt och ett nominellt synsätt påverkar därmed riskbilden och därmed valet av skuldportfölj. Realobligationer kan sägas ge en låg real risk, eftersom de förväntade variationerna i de reala räntekostnaderna inte beror på inflationstakten. I nominella termer blir emellertid riskerna större, eftersom kostnaderna blir beroende av ett i förväg okänt inflationsutfall.

Regeringen har tidigare konstaterat att kunskaperna om ett reallt synsätt på riskhantering är begränsade och tills vidare utgått från

ett nominellt synsätt på risk. Hänsynstagandet till risk i statsskuldsförvaltningen har därmed avsett variationerna i de nominella genomsnittliga emissionsräntorna. Regeringen har emellertid anfört att reala riskbegrepp bör utredas i särskild ordning. I årets riktlinjeförslag har Riksgäldskontoret påbörjat en fördjupad analys av riskbegreppet.

Riksgäldskontoret konstaterar inledningsvis att ett ekonomiskt meningsfullt riskbegrepp måste ha ett bredare angreppssätt än att bara justera de nominella kostnaderna för statsskulden med ett visst inflationsmått. I en normal tillgångsförvaltning kan ett realt perspektiv motiveras med att förvaltningen syftar till att en hög avkastning mätt i termer av den konsumtion av varor och tjänster som kan uppnås. Därmed blir avkastningens köpkraft avgörande. Motivet för ett realt synsätt i statsskuldsförvaltningen bör rimligen utgå från statens betalningsförmåga. Detta talar för att de nominella räntekostnaderna bör relateras till andra nominella utgifter som statlig konsumtion och transfereringar samt inkomster, framför allt skatteintäkter. Ett ändamålsenligt riskmått bör därför även ta hänsyn till andra källor till osäkerhet än inflationen. Den realekonomiska belastningen på statsbudgeten av räntebetalningar beror bl.a. på hur dessa samvarierar med andra utgifter och inkomsterna.

En utgångspunkt för riskanalys är att finansiella risker kan minimeras genom att skuldernas egenskaper matchas mot tillgångarna. Denna utgångspunkt har utvecklats inom ramen för en ansats kallad Asset and Liability Management (ALM). En sådan ansats skall användas av bl.a. de fyra AP-fonderna som analysram för beslutsunderlag om respektive fonds portföljsammansättning. Principerna är i första hand utvecklade för finansiella företag men skulle även kunna tillämpas som en konceptuell ram för analys av statens finanser och statsskuldsförvaltning.

För staten blir utgångspunkten att risk uppstår vid bristande överensstämmelse mellan egenskaperna hos tillgångar (primärt framtida skatteintäkter) och skulder (framtida utgiftsåtaganden). I princip skulle staten via statsskuldspolitiken kunna minska riskerna genom att välja en skuldportfölj som har egenskapen att

räntekostnaderna och statsskulden samvarierade med budgetöverskotten (exklusive räntor). Genom att sätta in statsskuldskonceptet i ett bredare statsfinansiellt perspektiv blir det tydligare att riskerna inte primärt består i risken för stigande räntekostnader, utan i att statsskuldens kostnader och storlek växer snabbt under perioder när statsfinanserna är ansträngda eller när skulden redan är stor och växande.

Regeringen delar Riksgäldskontorets uppfattning om hur analysen av riskbegreppet i statsskuldskonceptet bör utvecklas. Den matchningsbaserade analysram som kontoret diskuterar står också i överensstämmelse med de överväganden som regeringen gjorde i propositionen om förvaltningen av statsskulden. Liksom Riksgäldskontoret vill regeringen även betona att ansatsen utgör en tankeram snarare än ett direkt operationaliserbart analysredskap. Den föreslagna vidgången av riskanalysen innebär i princip att statsskuldens sammansättning måste avvägas inom ramen för en analys av i princip alla viktiga faktorer som påverkar budgetsaldot och statsskuld, inte minst hur statens inkomster och utgifter samvarierar med finansiella variabler.

Osäkerheten om de samband som här diskuterats är stor, särskilt mot bakgrund av statsskuldens långsiktiga karaktär. Observerade samband kan också ändras över tiden. Icke desto mindre utgör ALM en fruktbar tankeram. Svårigheterna att finna operationaliserbara och kvantifierbara samband utgör inte en brist i ansatsen utan är ett uttryck för komplexiteten i problemställningen. Regeringens uppfattning är att ALM-ansatsen utgör en rimlig tankeram för analys av riskerna i statsskuldskonceptet och att analysen bör fördjupas och utvecklas. Riksgäldskontoret bör därför fortsätta analysarbetet i såväl kvalitativa som kvantitativa termer inför kommande riktlinjeförslag.

Regeringen bedömer att risken i statsskuldskonceptet i princip bör definieras i termer av skuldportföljens bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. Denna definition av risk förefaller mer ändamålsenlig än ett nominellt riskbegrepp som endast tar fasta på risken för stigande emissionsräntor mätt i nominella kronor. Den ökade komplexiteten som ALM-ansatsen

medför innebär samtidigt att svårigheterna att dra operationella slutsatser kan öka. Även om det här diskuterade riskbegreppet på sikt bör kunna ersätta ett nominellt mått, bör bägge måtten användas tills vidare.

Riksgäldskontoret har inför sitt riktlinjeförslag vidareutvecklat och fördjupat de simuleringar som gjordes inför föregående års riktlinjeförslag. Ett ALM-influerat perspektiv har anlagts. I simuleringarna beräknas både nominella risker och realekonomiska risker. Det mer reala synsättet har operationaliserats som kostnader i procent av BNP. Simuleringarna har även anpassats för att belysa frågeställningen om hur stor valutaandelen bör vara.

Simuleringsmodellen består av en strategidel och en makroekonomisk del. I strategidelen beräknas kostnader och risker förknippade med olika strategier för skuldens sammansättning och löptid. Strategierna utvärderas i den makroekonomiska delen som innehåller tre valutor (kronor, euro och dollar) och sex byggstenar för var och ett av valutaområdena. Dessa byggstenar modellerar konjunkturförloppet, inflationen, tillväxten, korträntan, räntedifferensen mellan kort och lång ränta och växelkurserna. För krondelen tillkommer en byggsten för lånebehovet. Lånebehovet styrs bl.a. av målet om ett överskott på 2 procent av BNP i den offentliga sektorns finansiella sparande och ekonomins tillväxttakt i varje period.

De viktigaste resultaten är följande. Kostnadsbesparingar kan erhållas med en relativt kort löptid utan att risken, uttryckt som variation i räntebetalningarna, blir oacceptabelt stor. Huvudsakligen beror detta resultat på att avkastningskurvan antas vara positivt lutande, dvs. räntor med kort löptid är i genomsnitt något lägre än räntor med lång löptid. Med ett reall riskmått blir detta resultat ännu starkare, eftersom räntekostnaderna i modellen samvarierar med statens intäkter. Intuitivt kan detta tolkas som att statens intäkter ökar i en högkonjunktur samtidigt som penningpolitiken stramas åt. En kortare genomsnittlig löptid ökar samvariationerna mellan räntebetalningar och budgetöverskott.

Valutaskuld leder till större variation i kostnaderna och endast begränsade diversifieringsvinster. Diversifieringsvinster kan

uppkomma om kostnaderna för kron- och valutaskuld är negativt korrelerade. Riskerna med valutaskuld dominerar dock över diversifieringsvinsterna. Riskerna uppstår eftersom en kronförsvagning bidrar till ökade räntebetalningar till följd av valutakursförluster och till en större statsskuld. Med en real ansats framstår valutaupplåning som ett ännu mer riskfyllt alternativ. Detta följer av att samvariationen mellan räntekostnader och tillväxt minskar vid valutaupplåning om utländska räntor antas ha lägre korrelation med den svenska konjunkturcykeln än svenska. Därtill kommer att kronkursen kan antas vara svag i en lågkonjunktur då även påfrestningarna på statsfinanserna är som störst.

I simuleringarna antas fullständigt förtroende för penning- och finanspolitiken. Om hänsyn även tas till risken för att framtida störningar skulle minska detta förtroende, blir resultatet sannolikt att löptiden borde vara något längre och att andelen valutaskuld lägre. Detta gäller särskilt i ett realekonomiskt perspektiv. Ett argument är att kronan kan antas försvagas om det skulle uppstå en förtroendekris. Detta skulle öka valutakursförlusterna i räntebetalningarna och höja värdet på statsskulden i ett läge då kännbara statsfinansiella påfrestningar inte kan uteslutas.

3.3 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet

Regeringens bedömning: Inför årets riktlinjebeslut föreligger underlag för att ta ställning till den långsiktiga utvecklingen av statsskuldens sammansättning och ange en långsiktig rörelseriktning.

Valutaskuldens andel av statsskulden bör reduceras och andelen kronskuld därmed ökas.

Riksgäldskontoret bör inte ta aktiva positioner i den operativa förvaltningen av kronskulden. Det bör dock vara möjligt för kontoret att ta strategiska positioner i förvaltningen av kronskulden. Riksgäldskontoret bör ha fortsatt möjlighet att väga in kostnader och risk i strategiska beslut om amorteringstakten av valutaskuld.

Riktlinjerna för statsskuldspolitiken bör ha ett flerårigt perspektiv så att förutsättningar skapas för framförhållning. Beslut om riktlinjer fattas emellertid under osäkerhet och kan behöva anpassas till ändrade förhållanden. Besluten i årets riktlinjer bör ha ett treårigt perspektiv. Riktlinjebeslutet för år 2001 kan komma att omprövas om grunderna för beslutet på ett avgörande sätt skulle förändras. För åren 2002 och 2003 är riktlinjerna preliminära och kan komma att ändras vid kommande beslutstillfällen.

Statsskuldens långsiktiga sammansättning

Regeringen uttalade i riktlinjerna för år 2000 att det finns skäl för att anlägga ett traditionellt portföljvalsperspektiv på riktlinjerna för statsskuldens förvaltning. Riktlinjerna skulle då i varje tidpunkt uttrycka hur skulden skulle vara fördelad mellan de olika skuldslagen samt vilket mandat Riksgäldskontoret skulle ha att avvika från de angivna andelarna. Svängningar i lånebehovet skulle kunna mötas med proportionella förändringar i skuldslagen.

Statsskuldens egenskaper i termer av kostnader och risk skulle därmed inte förändras.

Regeringen har i tidigare riktlinjebeslut angett att det saknats tillräckligt med underlag för att kunna ta ställning till den önskvärda långsiktiga utvecklingen i skuldslagens andelar. Tidigare riktlinjer syftade därför i allt väsentligt till att hålla skuldslagens andelar oförändrade.

Riksgäldskontoret har i årets riktlinjeförslag fördjupat analysen av vilken sammansättning skulden bör ha, särskilt vad avser valutaandelen.

Riksgäldskontoret föreslår att andelen valutalån långsiktigt reduceras. Kontoret anför bl.a. att valutaupplåning är ett flexibelt instrument som snabbt kan dras upp om lånebehovet skulle stiga kraftigt. Detta förutsätter dock att valutaskulden inte är alltför stor i utgångsläget. Genom att minska valutaskulden kan staten sägas förnya en försäkring som blir värdefull om det statsfinansiella läget skulle försämrats.

Vidare finns det inga skäl att anta att det långsiktigt finns systematiska kostnadsskillnader mellan kron- och valutaupplåning. Under de senaste decennierna har valutaupplåningen i genomsnitt varit billigare än kronupplåningen, eftersom betydande riskpremier orsakade av ekonomisk-politisk osäkerhet fördyrat inhemsk upplåning. De senaste årens budgetsanering och låga inflationstakt har dock inneburit att den tidigare räntedifferensen mellan Sverige och t.ex. EMU-länderna i princip försvunnit. Det är därmed svårt att av kostnadsskäl motivera en stor valutaskuld.

Valutaskuld innebär ett större risktagande än kronskuld eftersom förändringar i kronans växelkurs direkt påverkar dels värdet av valutaskulden och därmed statsskuldens storlek, dels statens skuldräntor och därmed budgetsaldot.

Ur ett statsfinansiellt perspektiv talar matchningsskäl för kronupplåning, eftersom korrelationen mellan värdeförändringar i valutaskulden och statens tillgångar är liten. En försvagning av kronan med åtföljande kursförluster balanseras inte av att statens intäkter i kronor ökar. En rimlig hypotes är också att kronan tenderar att vara svag då statsfinanserna är svaga av konjunkturskäl. I ett ALM-perspektiv riskerar därmed

valutaskuldsättning att förstärka svängningarna i statsfinanserna, eftersom ökade skuldräntor då sammanfaller med en försvagning av budgetsaldot. Även dessa skäl talar således emot en hög valutaandel i statsskulden.

Resultat från Riksgäldskontorets simuleringsmodell indikerar att andelen valutaskuld bör vara väsentligt lägre, som högst 15 procent jämfört med dagens andel på ca 30 procent. En konsultrapport från Salomon Smith Barney indikerar också att valutaandelen bör reduceras. Enligt simuleringsresultaten föreligger begränsade diversifieringsvinster av valutaskuld (minskad risk till följd av negativ korrelation mellan valutor). I stället dominerar växelkursrisken (variationer i de nominella räntekostnaderna och statsskuldens storlek). Med ett realekonomiskt synsätt framstår valutaskuld som ett än mer riskfyllt alternativ eftersom utvecklingen av kronkursen kan förväntas fördyra förvaltningskostnaderna i lägen då statsfinanserna är ansträngda samtidigt som räntekostnadernas samvariation med budgetöverskottet försvagas. Kontoret konstaterar även att Sverige har en hög andel valutaskuld i förhållande till andra OECD-länder (i nivå med Grekland och Ungern).

Vid ett eventuellt inträde i valutaunionen skall utestående svenska kronlån och andra delar av statens balans- och resultaträkning konverteras till euro. Eftersom valutaskulden i dag endast till drygt 30 procent består av skulder i annan valuta än euro så skulle valutaskulden i sådana fall minska väsentligt. Vid ett eventuellt inträde skulle valutaskulden, grovt räknat och med dagens siffror, uppgå till 10 procent av statsskulden. Frågan om ett inträde i valutaunionen är dock förknippad med stor osäkerhet. Ett eventuellt framtida medlemskap bör enligt kontorets uppfattning inte ingå i underlaget för ett ställningstagande om statsskulds politikens inriktning.

Regeringens bedömning är att kostnadsargumentet för valutaskuld förlorat i tyngd. Ett av de tyngsta skälen för valutaupplåning har varit att upplåning i utländsk valuta i genomsnitt varit billigare än upplåning i kronor. Den svenska ränteskillnaden mot t.ex. Tyskland har för lån med 10-åriga

löptider successivt sjunkit från ca 4,5 procentenheter år 1995 till ca 0,5 procentenheter vid utgången av år 1999. Under år 2000 har den svenska räntan kommit ned i paritet mot, och för närvarande t.o.m. under, den tyska. I och med budgetsaneringen och den vunna trovärdigheten för prisstabilitetspolitiken förefaller den svenska staten kunna låna på liknande villkor i kronor och t.ex. euro.

Det kan också konstateras att dagens valutaskuld till stor del var ett resultat av kronförsvaret år 1992 och inte en följd av en medveten strävan att bygga upp en stor andel valutaexponering. Det kan vara värdefullt att i synnerligen besvärliga budgetsituationer ha möjlighet att utnyttja de möjligheter som den internationella kapitalmarknaden erbjuder. Detta bör dock förutsätta att valutaskulden under normala perioder tillåts minska. Regeringen kan konstatera att valutaskuldens andel varit i princip oförändrad sedan den fasta växelkursregimen övergavs trots att de omfattande budgetunderskotten nu helt eliminerats.

Samtidigt kan det finnas vissa skäl att behålla en viss skuldsättning i utländsk valuta. Ett skäl är möjligheten till diversifiering av ränterisk. Upplåning i flera valutor minskar beroendet av ränteläget i enskilda länder (inklusive Sverige). Upplåningen kan ske i relativt korta löptider med åtföljande kostnadsfördelar utan att refinansieringsrisken blir alltför stor. Upplåning på den internationella kapitalmarknaden bidrar till att bredda investerarbaser och kan skapa ett ökat intresse även för kronobligationer. En viss samvariation mellan kronkursen och t.ex. skatteintäkterna är tänkbar, eftersom kronkursen bl.a. påverkar nettoexporten och därmed skattebasen.

Regeringen delar Riksgäldskontorets uppfattning att frågan om eventuellt deltagande i valutaunionen inte skall vägas in i riktlinjebeslutet.

Regeringens slutsats är att skälen för valutaupplåning har minskat i tyngd samtidigt som riskerna har tydliggjorts i årets riktlinjeförslag. Risker uppstår till följd av både högre räntekostnader och statsskuld i situationer då kronan försvagas samt en oförmånlig budgetbelastning i tider då statsfinanserna av konjunkturskäl kan antas vara svaga. Även om det finns skäl att

behålla en viss valutaandel i statsskulden talar övervägande skäl för en minskning av valutaskuldens andel.

Årets riktlinjeförslag har i väsentliga delar fördjupats och utvecklats och utgör enligt regeringens bedömning ett tillfredsställande underlag för åtminstone en kvalitativ bedömning av statsskuldens nuvarande sammansättning.

Regeringen konstaterar dock att det ännu inte är meningsfullt att utforma riktlinjerna i termer av skuldandelar. Visserligen har ytterligare steg tagits mot ett andelstänkande, men det saknas ännu underlag för ett mer precist ställningstagande om andelarnas optimala storlek. Årets riktlinjer anger däremot en rörelseriktning med en långsiktigt minskande andel valutaskuld och en ökande andel nominell och real kronskuld.

Riksgäldskontorets positionstagning

Målet för statsskuldpolitiken är att minimera de långsiktiga kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk. Det avgörande för kostnader och risker är skuldens samlade egenskaper. Riktlinjebeslutet styr fördelningen av skulden mellan de huvudsakliga skudslagen och den genomsnittliga durationen. Övervägandena inför dessa beslut blir därmed av avgörande betydelse. Mindre avvikelser från riktlinjerna, inom de intervall som omger riktmärkena, blir sekundära. Detta betyder dock inte att de skulle vara betydelselösa, men det är viktigt att identifiera vilka förvaltningsbeslut som är primära i förhållande till målet.

Regeringens riktlinjer innefattar intervall avseende löptiden i skulden och amorteringstakt av valutaskulden inom vilka Riksgäldskontoret har mandat att agera. Det intervall för kronskuldens löptid som regeringen angett har kunnat utnyttjas både i kontorets beslut om riktmärkesportfölj och i den operativa förvaltningen. Riksgäldskontorets förvaltning har utvärderats bl.a. med hjälp av den resultatmätning i marknadsvärdestermier som har uppstått vid avvikelser mellan riktmärkesportföljen och den faktiska upplåningen.

Regeringen anförde i rskr. 1999/2000:104 Utvärdering av statsskuldens upplåning och förvaltning 1994/95–1999 att om Riksgäldskontoret mer eller mindre exakt väljer att replikera riktmärket blir den nuvarande strukturen med ett delegerat riskmandat och utvärdering av detsamma inte särskilt meningsfull. Regeringen avsåg att återkomma med en utförligare diskussion om hur aktivt Riksgäldskontoret bör vara när det gäller att ta positioner i förvaltningen av den nominella kronskulden. Likaså konstaterade regeringen att flexibiliteten i amorteringstakten gav kontoret möjlighet att i viss utsträckning välja mellan nominell kronupplåning och valutaupplåning i syfte att minska kostnaderna. Även här avsåg regeringen att återkomma med en utförligare diskussion om graden av flexibilitet i valutaupplåningen och hur denna bör utnyttjas.

I denna diskussion är det viktigt att skilja på positionstagande mot riktmärkesportföljerna i den operativa förvaltningen och aktiv skuldförvaltning i en vidare mening. Positionstaganden i den operativa förvaltningen avser positioner som i princip kan stängas vid en lämplig tidpunkt. Den tagna positionen kan marknadsvärderas och resultatet mätas i kronor som en vinst eller en förlust. Det bör observeras att skuldförvaltningen mycket väl kan vara aktiv utan att kontoret för den skull tar positioner mot ett riktmärke. Förvaltningsbeslut avseende val av vilka specifika obligationer som skall emitteras eller utnyttjande av swappar är sådana exempel. Uppläggningsen av den faktiska upplåningen innefattar överväganden som får effekter på kostnader och risker och därmed utgör en del av den aktiva förvaltningen. Den fråga som väcktes i regeringens utvärdering avser om det är meningsfullt att ta positioner gentemot specificerade riktmärkesportföljer och utvärdera dessa beslut i marknadsvärdestermerna – inte om upplåning och förvaltning aktivt skall bedrivas i syfte att minimera kostnaderna.

Riksgäldskontorets förslag är att kontoret inte skall ta positioner i förvaltningen av den nominella kronskulden. Aktiva positioner i förvaltningen av valutaskulden föreslås även fortsättningsvis kunna tas, dock med undantag för positioner baserade på kronkursens utveckling.

Utgångspunkten för regeringens ställningstagande när det gäller grad av aktiv förvaltning och positionstagande gentemot riktmarkesportföljer är att statsskuldspolitikens mål att minimera kostnaderna med hänsyn till risk skall vara vägledande. I denna mening är det relevant att jämföra kontorets uppdrag med AP-fondernas tillgångsförvaltning. Denna utgångspunkt får sedan kvalificeras beroende på om Riksgäldskontorets uppdrag i övrigt skulle tala för att särskilda restriktioner bör läggas på förvaltningen. Ett exempel på sådana förhållanden kan vara att kontoret som ensam emittent av statsobligationer får en dominerande ställning på marknaden. Detta kan tala för införandet av restriktioner när det gäller förvaltning i syfte att minimera kostnaderna. Regeringens överväganden i dessa frågor redovisas nedan.

Riksgäldskontorets positionstaganden i förvaltningen av kronkulden

Ett viktigt element i regeringens utvärdering av Riksgäldskontorets förvaltning har varit resultatet i den operativa förvaltningen gentemot de av kontoret beslutade riktmarkesportföljerna för den nominella kronkulden respektive valutaskulden. Kontorets förslag innebär att utvärderingen av den operativa förvaltningen av kronkulden slopas. Eftersom positionstaganden inte skall förekomma uppstår inte heller något resultat att utvärdera.

Riksgäldskontoret anför följande skäl för sitt förslag. Formellt har kontoret haft samma styr- och utvärderingssystem i kron- respektive valutaskulden men i praktiken har positioner i kronkulden inte tagits. Kontoret ser förutsägbarhet och transparens som vägledande principer i upplåningen på kronmarknaden. Dessa principer skulle åsidosättas om ett aktivt positionstagande skulle tillämpas.

Riksgäldskontoret är en dominerande part på den svenska obligationsmarknaden. Kontoret är den enda emittenten av statsobligationer. Kontorets egna emissionsplaner och agerande kan påverka ränteutvecklingen. Positionstagande i kronmarknaden

kan eventuellt ge kortsiktiga vinster men å andra sidan ge staten långsiktigt högre lånekostnader. Om placerare uppfattar att de agerar mot en part med unik information, kan detta medföra högre riskpremier på den svenska kronmarknaden och/eller att investerare lämnar marknaden. I praktiken skulle det uppstå gränsdragningsproblem mellan positionstaganden baserade på t.ex. en konjunkturell räntebedömning och positioner baserade på unik information. Blotta misstanken om att kontoret utnyttjar unik information kan leda till misstro.

Det avgörande elementet för kostnader och risktagande är statsskuldens samlade egenskaper som fastställs i regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens sammansättning och löptid. Positionstagande i form av mindre avvikelser gentemot ett riktmärke är med nödvändighet av mindre betydelse.

Regeringen instämmer i stort sett i Riksgäldskontorets principiella argumentation. Det förefaller å andra sidan inte självklart att kontoret i varje läge skall bedriva en helt mekanisk upplåning oavsett marknads- och ränteläge.

I och med att Riksbanken fått en oberoende ställning minskar risken för att Riksgäldskontoret skall misstänkas agera på basis av unik information om penningpolitiken. Den svenska räntemarknaden är i hög grad integrerad med den internationella. Ränteskillnaderna mellan de svenska och utländska långa obligationsräntorna har minskat och stabiliserats. Inte minst är detta ett resultat av saneringen av statsfinanserna och den uppnådda trovärdigheten för prisstabilitetspolitiken. Bedömningen av obligationsränteutvecklingen baseras i dag till största delen på bedömningar av den internationella ränteutvecklingen.

Problemet med att skilja på agerande baserat på unik respektive allmänt tillgänglig information är inte unik för Riksgäldskontoret. Det kan också tilläggas att Riksgäldskontorets marknadsnära kompetens kan försämrats om förvaltningen bedrivs utan hänsyn till prisutvecklingen på obligationsmarknaden. Incitamenten att följa utvecklingen på räntemarknaden skulle kunna försvagas.

Det viktigaste skälet för en mindre mekanisk förvaltning är att målet för statsskuldspolitikerna är att minimera kostnaderna för statsskulden. Ett uppenbart sätt att minska kostnaderna är att

undvika en koncentration av emissioner i dyra löptider och således anpassa emissionsverksamheten så att emissionsräntorna blir så låga som möjligt. Sådana avvägningar görs regelmässigt i Riksgäldskontorets låneplanering och återspeglas i utformningen av riktmärkesportföljerna. Durationsmålet bestämmer utrymmet för sådana avvägningar. Frågan är om ytterligare besparingar kan åstadkommas genom en mer flexibel styrning av durationen. Två relaterade aspekter är härvid väsentliga. För det första måste man bedöma huruvida de förväntade besparingarna (med beaktande av hur riskerna i förvaltningen påverkas) är tillräckligt stora. För det andra måste hänsyn tas till möjligheterna att styra durationen i kronskulden.

Det kan konstateras att kronskuldens storlek gör att durationen endast kan påverkas gradvis. Eftersom bruttolånebehovet är litet i förhållande till den utestående stocken, ändras den genomsnittliga durationen i långsam takt även vid betydande omläggningar av emissionerna. Visst utrymme finns att påverka durationen med hjälp av derivattransaktioner, men som Riksgäldskontoret noterar i riktlinjeförslaget krävs även här stora – och därmed dyra – transaktioner för att mer påtagligt påverka skuldens totala egenskaper. Som illustration kan nämnas att förkortningen av kronskuldens duration med 0,2 år under år 2000 är fördelad över hela året. Följaktligen är kortsiktigt positionstagande i form av snabba ändringar av skuldens duration knappast ändamålsenligt och det finns begränsningar i möjligheterna att positionera kronskulden även på medellång sikt. Det är således först om det finns förväntningar om varaktiga och substantiella ändringar i ränteläget som Riksgäldskontoret har förutsättningar att uppnå nämnvärda besparingar.

Regeringen finner att en sammanvägning av argumenten talar för att Riksgäldskontoret bör avstå från positionstagande i den operativa förvaltningen av kronskulden. De viktigaste skälen är Riksgäldskontorets dominerande ställning och att långsiktigheten och transparensen skulle riskeras.

Regeringen bedömer däremot att det bör finnas ett visst utrymme för strategiska positioner baserade på bedömningar av den mer långsiktiga ränteutvecklingen. Sådana positioner kan tas

genom att utnyttja möjligheten att avvika från det av regeringen beslutade durationsmålet. Sådana beslut förannonseras och diskretionära ändringar kan inte göras frekvent. Därmed blir emissionsverksamheten fortfarande transparent och långsiktig. Ändringar i emissionsverksamheten kopplas då till att durationsriktvärdet i riktmarkesportföljen ändras. Sådana ändringar är inte mer problematiska än när regeringen på basis av kontorets förslag ändrar riktlinjerna för durationen.

Statsskuldens storlek och trögheten i processen att ändra den faktiska durationen innebär att strategiskt positionstagande tar tid att genomföra. Det är ett av skälen till att ändringar i riktmarkesportföljen inte bör göras ofta. Ändringar måste vidare göras i så pass god tid att de potentiella vinsterna kan tillgodogöras innan marknadsläget förändras. Detta ställer stora krav på framförhållning i förvaltningen. Ändamålsenligheten i kontorets möjlighet till strategiskt positionstagande, inklusive effekterna på riskerna i statsskuldförvaltningen, bör därför analyseras ytterligare. Regeringens uppfattning är dock att flexibiliteten i förvaltningen av kronskulden inte helt bör stängas på grundval av den analys som föreligger i dag, även om positionstagande i den operativa förvaltningen upphör.

Det bör framhållas att frågan om strategiska positioner i form av en avvikelse från riktlinjerna för den genomsnittliga durationen endast är en dimension av kontorets förvaltningsbeslut. En given duration kan uppnås på en mängd olika sätt. Flera skäl talar för att sådana förvaltningsbeslut, avseende uppläggningsen av den faktiska upplåningen, är av minst lika stor betydelse för kostnaderna som en marginell och gradvis ändring av den genomsnittliga durationen.

Riksgäldskontorets positionstaganden inom ramen för flexibiliteten i amorteringstakten av valutaskulden

I innevarande års riktlinjer ges Riksgäldskontoret möjlighet att väga in hänsyn till kostnader och risk i beslut om hur stor del av den tillåtna valutaamortering som skall utnyttjas. Kontoret har

tidigare med hänvisning till rådande praxis inte tagit positioner baserade på kronans växelkurs.

Kontoret anför i riktlinjeförslaget att valutaintervallet inte bör kunna användas till positionstagande på valutamarknaden som baserats på bedömningar av kronkursens utveckling. Den praxis som Riksgäldskontoret tillämpat de senaste åren bör enligt kontoret konfirmeras i riktlinjebeslutet. Riksgäldskontoret anför att det finns risk för att marknadsaktörer skall misstänka att kontoret agerar på grundval av information från Regeringskansliet eller Riksbanken. Flexibiliteten i valutaupplåningen bör i stället primärt utnyttjas för att hantera osäkerheten i lånebehovet. I övrigt kan oro på svenska räntemarknaden och oväntade lånebehovsförändringar inför årsskiftet utgöra skäl för att utnyttja flexibiliteten i valutamandatet.

Regeringens slutsats i riktlinjerna för år 2000 var att det främsta skälet till flexibiliteten var osäkerheten om prognosen för budgetsaldot. Amorteringarna kunde behöva anpassas till oväntade ändringar i lånebehovet för att uppnå målet att hålla valutaandelen oförändrad. Regeringen ansåg dock att kostnads- och riskövertväganden borde även kunna vägas in i kontorets ställningstagande om hur stor del av intervallet som skulle utnyttjas.

De skäl som kan anföras för detta är bl.a. följande. Riksgäldskontoret är en liten aktör på valutamarknaden och har små möjligheter att påverka valutakursen. Det intervall som kontoret kan utnyttja vid amorteringen är så litet i förhållande till övriga flöden på valutamarknaden att förskjutningar i amorteringarna över tiden inte har någon marknadspåverkan. Flexibiliteten kan därför inte egentligen anses påverka förutsättningarna för penningpolitiken. Saneringen av statsfinanserna har minskat valutakursens beroende av ekonomisk-politiska beslut som tas av regering och riksdag. Likaså innebär Riksbankens oberoende ställning kontoret inte har tillgång till unik information om penning- och valutapolitiken. Detta hindrar dock inte att det kan uppstå situationer, t.ex. i samband med större statliga transaktioner, där kontoret skulle kunna erhålla unik

information som skulle kunna utnyttjas för positionstagande på valutamarknaden.

Riksgäldskontorets valutaväxlingar sker enligt gällande praxis i Riksbanken. Riksbankens köp av valuta för att kompensera den minskning av valutareserven som äger rum då staten amorterar på valutaskulden förannonseras och sker med lika stora belopp varje handelsdag. Riksbanken undviker på så sätt att växlingar för Riksgäldskontorets räkning skall uppfattas som valutapolitiskt betingade interventioner. Av detta skäl förannonseras också de ändringar i kontorets amorteringsplaner som grundas på t.ex. ändrad låneprognos. Tekniken med valutaväxlingar är inte förenlig med ett kortsiktigt positionstagande i amorteringstakten i syfte att minska statens samlade kostnader, eftersom Riksgäldskontorets eventuella vinster skulle motsvaras av Riksbankens förluster (och vice versa).

Ändringar av amorteringstakten av mer strategisk karaktär baserade på långsiktiga valutakursbedömningar behöver däremot inte vara mer problematiska än ändringar baserade på en ändrad låneprognos och kan hanteras på samma sätt, dvs. förannonseras och tillåtas påverka Riksbankens dagliga växlingar. Förannonserade, strategiska och därmed mindre frekventa ändringar av amorteringstakten begränsar problematiken med att kontoret vid vissa tillfällen skulle kunna ha tillgång till unik kurspåverkande information, under förutsättning att ändringar av amorteringstakten vid sådana tillfällen inte vidtas.

Regeringen gör i årets riktlinjebeslut följande bedömning. Prognoser av växelkurser är notoriskt osäkra, på såväl kort som lång sikt. Det är likväl svårt att bortse från att en fullständigt mekanisk amortering, oavsett kronkurs och marknadsläge, kan bli kostsam för staten om amorteringarna genomförs i lägen då kronan är mycket svag. En viss flexibilitet i tillämpningen av riktlinjerna för amorteringen av valutaskulden skapar ett utrymme för att inte i onödan fördyra förvaltningen av statsskulden i lägen då kronans värde påtagligt avviker från vad som kan uppfattas som en långsiktigt motiverad nivå. Regeringen är således, trots de argument som kan anföras mot positionstagande grundade på bedömningar om kronans utveckling, inte beredd att helt stänga

möjligheten till en anpassning av amorteringstakten till valutakursutvecklingen. Mot bakgrund av bl.a. den nuvarande tekniken med växlingar av valuta i Riksbanken bör ändringar i amorteringstakten förannonseras och baseras på mer strategiska överväganden om prognoser för upplåningsbehov eller kronans utveckling. Det innebär att det inte är meningsfullt för Riksgäldskontoret att ta aktiva positioner baserade på kronkursen i den operativa förvaltningen.

Regeringens beslut för år 2001 är att Riksgäldskontoret får möjlighet att väga in kostnader och risk i beslut om amorteringstakt inom ett tillåtet intervall. Beslutet är i detta avseende detsamma som i föregående riktlinjebeslut. Mandatet för år 2001 är dock tydligare i och med att regeringen konstaterar att flexibiliteten inte skall utnyttjas för kortsiktigt positionstagande i den operativa förvaltningen.

Riksgäldskontorets positionstaganden i förvaltningen av valutaskulden

Riksgäldskontoret bedriver en aktiv förvaltning av valutaskulden. Kontoret tar aktiva positioner baserade på bedömningar av den internationella ränte- och valutakursutvecklingen. Likaså strävar kontoret efter att uppnå lägsta möjliga kostnad med beaktande av risk när det gäller val av instrument för upplåning. Riksgäldskontoret föreslår ingen förändring av denna inriktning. Regeringens bedömning är att ett aktivt positionstagande i förvaltningen av valutaskulden utgör en viktig del i strävan att minimera kostnaderna för statsskulden.

Tidsperspektiv och framförhållning

Utgångspunkten för riktlinjebeslutet är det lagstadgade målet om att de långsiktiga kostnaderna för statsskulden skall minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Av målet följer att

det långsiktiga perspektivet bör stå i fokus och återspeglas i riktlinjebeslutet.

Riksgäldskontoret anför att riktlinjerna bör ange en mer strategisk inriktning för hur statsskulden skall vara sammansatt och att beslutet bör sträcka sig några år framåt i tiden. Bland annat innebär skuldens storlek och karaktär att större förändringar i sammansättningen måste genomföras stegvis under ett antal år. En mer långsiktig inriktning skulle vara väsentlig som vägledning för de årliga riktlinjebesluten, i kontorets löpande förvaltning och för marknadens aktörer.

Regeringen delar Riksgäldskontorets bedömning att ett längre tidsperspektiv är önskvärt. Det skulle öka framförhållningen i statsskuldspolitiken och i förvaltningen av skulden. I propositionen om statsskuldens förvaltning angavs att det i vissa fall kan vara lämpligt att ange riktlinjer i form av önskvärd utveckling för det ena eller andra skuldslaget. Det konstaterades också att det finns skäl att undvika alltför snäva begränsningar i utformningen av regeringens riktlinjer. Det finns inget som hindrar att ett längre perspektiv anläggs i statsskuldspolitiken. Tvärtom talar övervägande skäl för att tidsperspektivet bör vara relativt långt. Den strategiska inriktningen prövas i samband med de årliga riktlinjebesluten. Nödvändig flexibilitet går därmed att upprätthålla. Det finns inget som hindrar att en långsiktig strategi omprövas i ljuset av nya omständigheter eller ändrade insikter om statsskuldspolitikens uppläggning. Även de årliga riktlinjerna kan ändras om förutsättningarna för beslutet på ett avgörande sätt förändras. Även om det således kommer att finnas utrymme för flexibilitet med ett utsträckt tidsperspektiv för riktlinjerna bör utgångspunkten vara att dessa inte ändras opåkallat.

Ett skäl till att perspektivet hittills endast varit ettårigt har varit att det saknats tillräckligt underlag för att ta ställning till den långsiktiga utvecklingen i skuldslagens andelar. I och med att regeringen nu anger att valutaskulden långsiktigt bör reduceras talar detta för att ett mer långsiktigt perspektiv bör anläggas. Riksgäldskontorets mandat att ta strategiska positioner talar även för ett längre tidsperspektiv. En strategisk position som måste stängas före ett årsskifte medför ett alltför kortsiktigt tänkande och

skulle i praktiken hindra den långsiktighet som bör präglade strategiska överväganden.

Regeringens slutsats är att riktlinjebesluten bör utsträckas längre än den ettåriga tidshorisont som i allt väsentligt har tillämpats tidigare. Däremot bör tidshorisonten inte sträckas så långt att den inte blir överblickbar. Osäkerheten om ett eventuellt framtida medlemskap i valutaunionen talar också för att tidsperspektivet inte utsträcks alltför långt. En naturlig utgångspunkt är att tidshorisonten sträcker sig över samma period som utgiftstaket för statens budget, dvs. under den period där prognoser och antaganden om utvecklingen av bl.a. statsskuld och lånebehov är tillgängliga. Tidsperspektivet i riktlinjerna skulle därmed bli treårigt och i årets riktlinjebeslut avse åren 2001–2003. Riktlinjerna för åren 2002 och 2003 är dock preliminära och skall ses som uttryck för inriktningen snarare än som definitiva beslut.

4 Riktlinjer för statsskuldsförvaltningen år 2001

4.1 Riksgäldskontorets riktlinjeförslag och Riksbankens yttrande

Riksgäldskontorets riktlinjeförslag

Riksgäldskontoret föreslår att valutaskulden långsiktigt reduceras med 35 miljarder kronor per år de kommande åren. Vid givna antaganden innebär detta att andelen valutaskuld vid utgången av år 2003 skulle uppgå till ca 25 procent av statsskulden. Intervallet runt amorteringsriktmärket bör, i likhet med innevarande års riktlinjer, uppgå till 15 miljarder kronor. I första hand bör denna flexibilitet utnyttjas till att parera osäkerheter i utvecklingen av lånebehovet och för att jämna ut amorteringarna över tiden inom ramen för ambitionen att långsiktig reducera valutaskuldens andel.

Riksgäldskontoret föreslår att andelen reallån i statsskulden långsiktigt skall öka och att ökningstakten bör vara avhängig efterfrågeutvecklingen på realobligationsmarknaden. Förslaget skiljer sig från innevarande års riktlinjer som är formulerat i termer av att stocken realobligationer inte skall minska.

Löptiden i den samlade nominella kron- och valutaskulden föreslås behållas oförändrad på 2,7 år. För detta talar främst att den förväntade vinsten av att en kortare samlad löptid i den nominella skulden är relativt liten samtidigt som refinansieringsrisken kan förväntas öka avsevärt. Vidare föreslås att ett intervall om $\pm 0,3$ år även fortsättningsvis skall tillämpas

omkring riktmärket. Emissionerna av reallån föreslås inriktas på långa löptider utan att en fast undre löptidsgräns fastställs. I innevarande års riktlinjer anges att löptiden på realobligationer vid emission skall vara minst 8 år eller längre.

Riktlinjerna för den nominella kronskulden och för förfalloprofilen i statsskulden föreslås behållas oförändrade jämfört med riktlinjebeslutet för år 2000.

Riksbankens yttrande

Riksbanken bedömer att Riksgäldskontorets förslag ligger inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Riksbanken bedömer också att den föreslagna ökningen i amorteringstakten från 25 miljarder kronor till 35 miljarder kronor inte kommer att ha någon effekt på kronans växelkurs. Riksgäldskontorets förslag tillstyrks därför. Riksbanken förutsätter att utnyttjandet av intervallet runt amorteringsriktmärket styrs av det förväntade lånebehovet. Intervallet bör inte användas för att ta positioner i amorteringen av valutaskulden baserat på bedömningar av den svenska kronans utveckling.

4.2 Regeringens beslut

Valutaskulden

Regeringens beslut: Skulden i utländsk valuta skall amorteras med ett belopp motsvarande 35 miljarder kronor år 2001. Inriktningen för åren 2002 och 2003 är att amorteringstakten skall uppgå till samma belopp.

Riksgäldskontoret får avvika från den angivna amorteringstakten med ± 15 miljarder kronor. Kontoret skall offentligt redovisa hur mandatet för valutaupplåningen avses att utnyttjas och eventuella revideringar av dess planer.

År 2001 minskar statsskulden kraftigt till följd av budgetöverskott och överföringen från AP-fonderna. Detta innebär att valutaskuldens andel av statsskulden med den hittillsvarande amorteringstakten skulle öka kraftigt under år 2001. Mot bakgrund av den minskade samlade risken som den lägre statsskulden innebär, menar kontoret att det vore opåkallat med en snabb korrigerande av den ökade valutaandelen. Med den föreslagna minskningen av valutaandelen behöver dock amorteringstakten anpassas så att en neddragning av andelen inte skjuts på en obestämd framtid. Amorteringen av valutaskulden bör därför enligt kontoret ske i en något snabbare takt än hittills. Riksgäldskontoret föreslår att amorteringen av valutaskulden de närmaste åren skall uppgå till 35 miljarder kronor per år. Skuldandelen beräknas därmed successivt kunna reduceras till ca 25 procent år 2003.

Tabell 2. Regeringens årliga riktlinjer om nettovalutaupplåning, faktiskt upplåningsutfall, valutaskuldens förändring i kronor (inkl. valutakursomvärdering), statens lånebehov samt statsskuldens förändring och storlek [miljarder kronor och procent av BNP].

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Riktlinjer för valutaupplåning	>30	>20	0	-25	-25	-25	-35	-35	-35
Faktisk valutaupplåning, netto	44	30	-2,5	-26	-25				
Valutaskuldens värdeförändring ¹	19	25	10	-24	-60				
Statens Lånebehov ²	139	21	6	-10	-82	-76	-41	16	10
Statsskuldens Förändring ²	100	25	21	17	-75	-99	-131	8	3
Statsskuldens storlek	1 386	1 412	1 432	1 449	1 374	1 275	1 145	1 153	1 156
Statsskuldens procent av BNP	81%	80%	79%	77%	70%	62%	52%	51%	49%

Källa: Finansdepartementet. Prognoserna för 2000-2003 har hämtats ur budgetpropositionen för 2001 och därefter justerats för regeringsbeslut om sammansättningen av överföringen från AP-fonderna 2001.

¹ Valutaskuldens värdeförändring utgörs av valutaupplåningen (netto) och valutakursomvärdering av skulden inkl. derivatportföljen.

² Lånebehovet för ett givet år är inte direkt kopplat till förändringar i statsskuldens storlek. Hänsyn måste dels tas till valutaskuldens värdeförändring, dels till övriga transaktioner som påverkar lånebehovet men ej den redovisade statsskulden (exempelvis Riksgäldskontorets kortfristiga placeringar över årsskiften).

Regeringen anser det rimligt med en snabbare amorteringstakt under perioder med starka statsfinanser och fallande statsskuld. Under år 2001 sker en kraftig neddragning av statsskulden. Under de närmast därpå följande åren beräknas statsskulden vara i stort sett oförändrad. Den konsoliderade offentliga sektorn bedöms ha årliga överskott i det finansiella sparande motsvarande 2 procent av BNP under den period som riktlinjerna avser. Tidigare års riktlinjer för amorteringstakten lades fast mot bakgrund av att valutaskuldens andel skulle hållas ungefär oförändrad. Regeringens ställningstagande i året riktlinjebeslut om en reduktion av valutaskuldandelen i kombination med att

statsskulden snabbt minskar motiverar en något snabbare amorteringstakt än tidigare år.

Valutakursutvecklingen under de kommande åren kommer att påverka kostnaderna för amorteringarna. Regeringens riktlinjebeslut bör baseras på långsiktiga, strategiska övervägande om kostnader och risker i statsskuldshöjningen. Normalt fattas beslut om riktlinjer endast en gång om året. Därmed kan inte sådana beslut baseras på rådande växelkurser eller valutakursprognoser. Kronkursen och utsikterna för denna kan snabbt ändras. Eventuella beslut om anpassning av amorteringstakten till bedömningar av valutakursens utveckling får i sådana fall fattas av Riksgäldskontoret.

En ökad amorteringstakt bedöms inte nämnvärt påverka kronans växelkurs. Förändringen är liten i förhållande till de totala valutaflödena inklusive de portföljinvesteringar som påverkar kronkursen. Det också rimligt att anta att effekterna på växelkursen av valutaamorteringar har blivit mindre till följd av saneringen av statsfinanserna och den lägre statsskulden.

Sammantaget finner regeringen att förslaget om en amorteringstakt på 35 miljarder kronor är väl avvägt.

Riksgäldskontoret föreslår, i likhet med innevarande års riktlinjer, ett intervall runt amorteringsriktmärket på ± 15 miljarder kronor. Förslaget motiveras främst av att det även under kommande år råder en betydande osäkerhet om utvecklingen av lånebehovet och att intervallet kan användas till att fördela svängningar i lånebehovet mellan kron- och valutaskuld. Det finns även ett behov att kunna jämna ut amorteringarna över tiden till följd av ny lånebehovsinformation som avser andra perioder än aktuellt verksamhetsår. Detta förutsätter dock att riktlinjerna har en mer strategisk inriktning för skuldslagens utveckling. Flexibiliteten skall även kunna användas om lånevillkoren i kronmarknaden försämrats kraftigt och det av marknadsvårdshänsyn är motiverat att en större eller mindre del av upplåningen kanaliseras till valutamarknaden.

Riksbanken framhåller i sitt remissyttrande att valutamandatet endast förutsätts utnyttjas vid förändringar i lånebehovet och att

eventuella avvikelser från amorteringsriktmärket skall offentliggöras.

Regeringen anser i likhet med föregående års riktlinjebeslut, vilket framgår av avsnitt 3.3, att flexibiliteten även under år 2001 skall kunna utnyttjas för att främja målet om att minimera kostnaderna för förvaltningen med beaktande av risk. Flexibiliteten i amorteringsmandatet kan därmed grundas på överväganden gällande t.ex. ändringar i lånebehov, lånevillkoren i kronmarknaden, marknadsvårdshänsyn, skillnader i dessa avseenden mellan olika år samt strategiska bedömningar av kronkursens utveckling. Amorteringstakten skall således kunna anpassas till kostnaderna i vid mening för att genomföra en reduktion av valutaskuldens andel av statsskulden.

I föregående års riktlinjer angavs att flexibiliteten i riktvärdet för amorteringstakten främst avsåg osäkerheten i prognosen för budgetsaldot. Beslutet om amorteringstakten och flexibiliteten i denna under år 2000 betingades av att valutaandelen i princip skulle vara oförändrad. I årets riktlinjer anges att valutaandelen bör reduceras. Mot denna bakgrund finns inget motiv för att avvikelser från riktvärdet för amorteringstakten särskilt skulle knytas till ändringar i låneprognosen. Inriktningen de närmaste tre åren är att 35 miljarder kronor av valutaskulden skall amorteras varje år. Denna inriktning baseras bl.a. på bedömningen att statsfinanserna för hela den offentliga sektorn beräknas uppvisa överskott under perioden som helhet, snarare än på prognosen för lånebehovet under varje enskilt år.

Regeringen anser att det inte är självklart att intervallet vid oväntade ändringar i lånebehovet skall utnyttjas symmetriskt. Om lånebehovet blir mindre (överskottet större) än väntat, kan det finnas skäl att något påskynda amorteringarna för att motverka en uppgång i valutaandelen. Om å andra sidan lånebehovet ökar utan att statens lånevillkor i kronor eller kronkursen påtagligt påverkas, kan det med hänvisning till målet att långsiktigt minska valutaandelen vara rimligt att ändå amortera i den takt som anges av riktvärdet.

Regeringen finner att en flexibilitet på ± 15 miljarder kronor kring riktvärdet är ett lämpligt intervall.

Beslut om hur intervallet skall utnyttjas fattas av Riksgäldskontoret. Som underlag för utvärderingen av skuldförvaltningen skall Riksgäldskontoret i beslut att avvika från riktvärdet ange vilka motiv som föranlett ändringen.

Mot bakgrund av att valutaväxlingen sker i Riksbanken och i enlighet med regeringens ställningstaganden i avsnitt 3.3 vad gäller positionstaganden skall den planerade amorteringstakten förannonseras.

Real kronskuld

Regeringens beslut: Andelen reallån i statsskulden skall långsiktigt öka. Ökningstakten skall vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

Tidigare års riktlinjer har angett att stocken utestående realräntelån inte skall minska. En minskning har dock varit tillåten av marknadsvårdande skäl. Realskuldens andel av statsskulden har under år 2000 vuxit något eftersom vissa nyemissioner har gjorts samtidigt som statsskulden totalt sett har minskat.

Enligt regeringsbeslut kommer 10 miljarder kronor i realobligationer att inlevereras från AP-fonderna till Riksgäldskontoret vid ingången av år 2001. En ambition att ersätta denna stock av realobligationer riskerar i nuvarande mindre väl fungerande marknad att pressa upp realräntorna till omotiverat höga nivåer.

Riksgäldskontoret föreslår att riktlinjerna utformas som en andel av statsskulden. Vidare föreslår kontoret att andelen långsiktigt bör öka. Ökningstakten bör bestämmas med hänsyn till utvecklingen av efterfrågan på realobligationer. Om nuvarande emissionstakt kan behållas kommer en viss ökning i andelen reallån att kunna uppnås för år 2001.

Riksgäldskontoret framhåller att realobligationer fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj. Låneformen bidrar till att

diversifiera upplåningen till ytterligare en finansieringskälla utöver nominell kron- och valutaupplåning. Ur ett statsfinansiellt perspektiv finns det skäl att anta att real upplåning är mindre riskfylld än nominell. Inflationen och därmed den inflationskompensation som utbetalas vid reallån, kan antas samvariera med konjunkturen och därmed med budgetsaldot. Dessutom kan real upplåning – i en normalt fungerande marknad med liten likviditetspremie – förväntas ge staten lägre upplåningsräntor jämfört med nominell kronupplåning, eftersom inflationsriskpremien tillfaller staten. Inflationsriskpremien är den kompensation som långgivaren kräver för osäkerheten om den framtida inflationsutvecklingen. Vid real upplåning bortfaller inflationsrisken för placeraren och någon kompensation för denna behöver därmed inte betalas.

Regeringen har i tidigare riktlinjebeslut framhållit att en rimlig strävan är att riktlinjerna för statsskuldförvaltningen utgår från en portföljansats där skuldslagens andelar, snarare än deras absoluta storlek, anges. Med ett portföljvals perspektiv skulle förändringar i lånebehovet kunna mötas med proportionella förändringar i de olika skuldslagen utan att den totala skuldens risk- och kostnadsegenskaper förändras. Ett sådant perspektiv kan ännu inte anläggas fullt ut i riktlinjebeslutet för år 2001; bl.a. anges valutaamorteringen i kronor och realobligationsmarknaden är ännu inte så likvid att detta skulle vara ändamålsenligt. Det är dock ett steg i rätt riktning att, såsom Riksgäldskontoret föreslår, ange riktlinjerna för realskulden som andel av den totala skulden.

Realobligationsmarknaden är ännu ofullständigt utvecklad. Likviditeten är svag, vilket medför höga likviditetspremier. Regeringen anser det därför angeläget att Riksgäldskontoret fortsätter ansträngningarna att utveckla marknaden för realobligationer.

Inleveransen av realobligationer från AP-fonderna minskar den utestående stocken. En kompensande ökning av emissionsvolymen under år 2001 skulle sannolikt komma i konflikt med kostnadsminimeringsmålet. Regeringen anser emellertid att realobligationernas andel på sikt bör öka. Ökningen bör dock ske i den takt som efterfrågeutvecklingen tillåter för att

inte kostnadsminimeringsmålet skall åsidosättas. Målet för statsskuldspolitiken innebär att kostnaderna för en ökning av realupplåningens andel bör vägas mot kostnaderna för den nominella upplåningen med beaktande av risk.

Det är angeläget att Riksgäldskontoret fortsätter att fördjupa analysen av realränteupplåningens bidrag till kostnaderna och risken i statsskulden.

Nominell kronskuld

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

Nominell kronupplåning är statens viktigaste finansieringskälla, både kvantitativt och policymässigt. Drygt 60 procent av statsskulden utgörs av nominell kronskuld. I och med regeringens beslut att amortera valutaskulden med 35 miljarder kronor och begränsningarna i möjligheterna att öka andelen realobligationer blir upplåningen i nominella kronor även fortsättningsvis statens viktigaste finansieringskälla. Regeringens riktlinjer innebär således att det finansieringsbehov som inte täcks av real upplåning och valutaupplåning, skall täckas med nominella lån i kronor.

Det bör noteras att Riksgäldskontoret skapar valutaskuld genom att emittera kronlån som sedan swappas till utländsk valuta. Detta innebär att omfattningen av amorteringen på valutaskulden saknar betydelse för statens emissionsbehov i kronor, eftersom eventuella förändringar i amorteringstakten endast påverkar omfattningen av kron/valutaswapparna. Denna skuldförvaltningsteknik har bidragit till att emissionsvolymerna i kronmarknaden upprätthållits och därmed stärkt marknadens likviditet.

Den nominella kronskulden utgör, som konstaterats, en restpost mellan statens lånebehov och upplåningen i utländsk valuta och reala obligationer. Regeringen menar dock att det tilldelade

intervallet runt riktmärket för valutaamorteringen ökar Riksgäldskontoret möjligheter att fördela upplåningen mellan kron- och valutamarknaden. Denna flexibilitet främjar därför Riksgäldskontorets möjligheter att agera förutsägbart och transparent på kronmarknaden samt att bedriva marknadsvård.

Riksgäldskontoret har som dominerande aktör på obligationsmarknaden ett ansvar för att upprätthålla en väl fungerande marknad för kronupplåning. Principerna om förutsägbarhet och transparens i kontorets agerande är viktiga komponenter i omsorgen om den svenska kronmarknaden. I syfte att tydliggöra och stärka detta ansvar anger regeringen i årets riktlinjebeslut att positionstagande i den operativa förvaltningen av den nominella kronupplåningen inte längre skall utgöra en del av kontorets uppdrag; se avsnitt 3.3.

Som där framhålls innebär inte regeringens ställningstagande när det gäller positionstagandet att kronupplåningen skall bedrivas helt mekaniskt. Riksgäldskontoret skall visserligen inte försöka sänka upplåningskostnaderna genom avvikelser från kontorets riktmärkesportfölj. Statens lånekostnader påverkas emellertid även av kontorets val av benchmarkportfölj och emissionspolitik i övrigt vad gäller t.ex. antalet lån, valda löptider och skuldförvaltning. Regeringen vill understryka kontorets egen uppfattning att Riksgäldskontoret har ett särskilt ansvar för att vårda och utveckla den svenska räntemarknaden.

Löptid

Regeringens beslut: Den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden skall vara 2,7 år. Inriktningen för åren 2002 och 2003 är att durationen skall vara oförändrad. Riksgäldskontoret får vid fastställande av riktmärkesportföljer för nominella lån besluta om en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt $\pm 0,3$ år från det av regeringen beslutade riktvärdet.

Realupplåningen skall ha lång löptid.

Den nominella skuldens löptid, mätt som duration, skall vid utgången av år 2000 vara 2,7 år med en tillåten avvikelse på 0,3 år uppåt och nedåt. Dessa riktlinjer innebar en förkortning med 0,2 år jämfört med riktlinjerna för år 1999. Durationen förkortades i föregående års riktlinjebeslut för att minska de förväntade kostnaderna för statsskulden. I genomsnitt är räntorna lägre för kortare upplåning än för längre, vilket är innebörden av att den s.k. avkastningskurvan normalt har positiv lutning. Kostnadsfördelarna med kort upplåning måste vägas mot den ökade risk som uppstår till följd av att korta räntor normalt är mer variabla. En kort duration innebär att en större del av statsskulden måste omsättas varje år, vilket ökar känsligheten för det aktuella ränteläget. Den refinansieringsrisk som kan uppstå vid en förtroendekris talar också för att inte förkorta löptiden alltför mycket.

Riksgäldskontoret har i sina riktmärkesportföljer för år 2000 satt riktmärket för durationen till 3 år för den nominella kronskulden och till 2 år för valutaskulden. Detta ger en genomsnittlig duration på 2,7 år. Den kortare durationen för valutaupplåningen motiveras med att valutaskulden hämtas från fler marknader. Kontoret valde därmed att inte utnyttja möjligheten till avvikelse från regeringens riktlinjer för löptiden.

En minskad andel valutalån minskar möjligheterna till diversifiering, varför exponeringen för ränterisk i kronskulden

ökar. Kvalitativt talar detta för en förlängning av löptiden. En större andel långa reallån i statsskulden minskar å andra sidan refinansieringsrisken i den nominella skulden, vilket kvalitativt skulle tala för en förkortning av löptiden i den nominella portföljen. Så länge realobligationsmarknaden inte utvecklats i tillräcklig omfattning hämmas emellertid möjligheten att ytterligare korta den samlade löptiden i den nominella skulden.

Riksgäldskontoret föreslår att riktvärdet för durationen i den samlade nominella kron- och valutaskulden skall behållas oförändrat på 2,7 år. Kontoret anför att avkastningskurvan sannolikt även framöver i genomsnitt kommer att ha en positiv lutning. I nuvarande miljö med låg inflation och trovärdig penningpolitik kan dock skillnaderna mellan korta och långa räntor i det segment av avkastningskurvan som är relevant förväntas vara relativt små, varför en ytterligare förkortning av löptiden skulle ge relativt små kostnadsbesparingar.

Regeringen delar Riksgäldskontorets bedömning. Det har inte framkommit några skäl för att ändra riktlinjerna för löptiden. Den genomsnittliga durationen för den nominella skulden bör vara 2,7 år för perioden 2001–2003. För åren 2002 och 2003 är riktlinjerna preliminära och bör ses som ett uttryck för den långsiktiga inriktningen. De ändrade riskegenskaperna som följer av en så småningom minskande valutaskuldsandel och en växande reallåneandel är sannolikt marginella, åtminstone det närmaste året. Det finns således tid för ytterligare analys av om en ändrad sammansättning av skulden bör få konsekvenser för den genomsnittliga löptiden.

Tabell 3. Återstående sammanlagda löptid på den nominella delen av statsskulden vid slutet av respektive år, prognos för år 2000 [år].

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Duration	3,2	3,2	3,1	3,1	2,9	2,7

Källa: Riksgäldskontoret

Enligt Riksgäldskontoret bör även fortsättningsvis ett intervall på $\pm 0,3$ år runt durationsriktvärdet tillämpas. Intervallet behövs dels

för att kontoret på kort sikt inte kan styra durationen i kronskulden utan stora kostnader för motverkande derivattransaktioner, dels för att intervallet skapar utrymme för separat positionstagande i valutaskulden.

Riksgäldskontoret föreslår att intervallet inte skall utnyttjas för positionstagande gentemot riktmärkesportföljens riktvärde i den operativa förvaltningen. Som framgår av avsnitt 3.3 delar regeringen denna bedömning. Beslut om strategiska och förannonserade avvikelser från regeringens riktlinjer för durationen bör emellertid, liksom tidigare, kunna tas av Riksgäldskontoret. Sådana avvikelser kan ses som strategiska positionstaganden och bör tas i form av beslut om den genomsnittliga durationen i riktmärkesportföljerna. Regeringens bedömning är att det tillåtna intervallet bör vara $\pm 0,3$ år.

Därutöver behövs ett operationellt intervall kring riktvärdet för durationen i riktmärkesportföljen för kronskulden för att hantera kortsiktiga variationer. Sådana variationer kan uppstå t.ex. till följd av svängningar i lånebehovet. Så länge durationsintervallet inte utnyttjas för positioner är behovet av detaljstyrning av kronskuldens duration litet, eftersom kortsiktiga variationer i skuldens marknadsvärde saknar statsskuldspolitisk betydelse. Vidare kan kostnaderna för att med derivattransaktioner styra durationen med hög precision bli höga vid större kortsiktiga svängningar. Riksgäldskontoret bör besluta om ett intervall kring riktmärkesportföljernas duration för att hantera kortsiktiga svängningar i durationen. Kontoret skall i sitt underlag till utvärdering redovisa intervallet för kortsiktiga variationer, rapportera avvikelser från detta intervall och redovisa orsakerna till dessa.

Riksgäldskontoret skall fortsätta att bedriva en aktiv förvaltning med möjlighet till positionstagande gentemot riktmärkesportföljen för valutaskulden. Durationsintervallet för den operationella förvaltningen bör beslutas av Riksgäldskontoret. Detta intervall är avsett att utnyttjas för aktiva positioner. Intervallet bör därför sättas så att den genomsnittliga durationen för riktmärkesportföljen för kronskulden och intervallgränserna för durationen i riktmärkesportföljen för valutaskulden ligger inom

det av regeringen beslutade intervallet kring 2,7 år. Positionstagande i den operativa förvaltningen av valutaskulden begränsar således i viss mån möjligheterna för Riksgäldskontoret att avvika från 2,7 år vid beslut om löptider i riktmärkesportföljerna.

En naturlig utgångspunkt vore att styra realskulden på samma sätt som den nominella kron- och valutaskulden, dvs. genom en durationsangivelse. Riksgäldskontoret konstaterar dock att sådana riktlinjer för närvarande inte är ändamålsenliga. Mot bakgrund av likviditeteten på realobligationsmarknaden är det svårt att styra durationen i realskulden. Nyemissionerna är små i förhållande till stocken och det saknas en derivatmarknad. En styrning av nyupplåningen fungerar därmed bättre än styrning av den genomsnittliga löptiden på hela stocken.

Riksgäldskontorets uppfattning är att realupplåningen liksom hittills bör inriktas på långa löptider

Den utestående löptiden i realskulden uppgår, med hänsyn tagen till överföringen från AP-fonden vid årsskiftet, till närmare 12 år vilket är avsevärt längre än i kron- och valutaskulden. Riksgäldskontoret föreslår att upplåningen i realobligationer även framöver inriktas på långa löptider, eftersom långfristiga realobligationer ger störst fördelar, både för staten och för investeraren. Osäkerheten om inflationen ökar med placeringshorisonten. I riktlinjerna för år 2000 anges att löptiden på nyemitterade realobligationer bör vara minst åtta år. Kontoret menar att det inte finns anledning att i regeringens övergripande riktlinjer ange ett exakt årtal. Huvuddelen av nyemitterade realobligationer bör, enligt kontoret, ha en löptid om minst 10 år.

Regeringen delar Riksgäldskontorets uppfattning. Realupplåningen bör ha lång duration. Huvuddelen av nyemitterade realobligationer bör ha minst tio års löptid.

Förfalloprofil

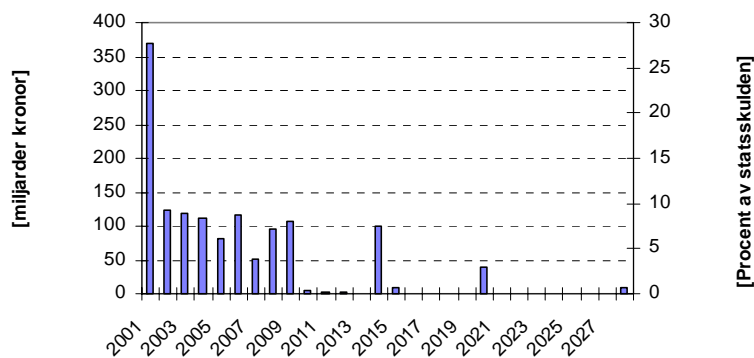
Regeringens beslut: Riksgäldskontoret skall inrikta upplåningen så att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste 12 månaderna. Högst 30 procent av hela skulden får förfalla inom nämnda period.

Löptiden i statsskulden mäts i termer av duration. Måttet fångar dock inte fullt ut refinansieringsrisken, eftersom en viss duration i princip kan uppnås på många sätt. En duration på 2,7 år kan exempelvis uppnås genom att en del av skulden placeras på mycket korta löptider och en del på mycket långa löptider. Förfallen blir då koncentrerade i tiden och upplåningskostnaderna starkt beroende av de just då rådande räntevillkoren. Riktlinjerna för förfalloprofilen utgör därför en komplettering till riktvärdet för den genomsnittliga löptiden i statsskulden och syftar till att begränsa refinansieringsrisken.

Kronupplåningens fördelning på ett flertal benchmarkobligationer över avkastningskurvan gör att statsskulden får en relativt jämn förfalloprofil. Refinansieringen av förfallande lån sprids därmed över tiden och minskar risken för att en stor del av skulden måste refinansieras under perioder med relativt höga räntenivåer. Dessutom tillgodoses investerarnas placeringsönskemål på olika löptider.

I diagram 1 nedan redovisas hur stor del av statsskulden som beräknas förfalla varje år med utgångspunkt i statsskuldens prognostiserade sammansättning den 31 december 2000. Under år 2001 beräknas 370 miljarder kronor (ca 28 procent) förfalla.

Diagram 1. Statsskuldens prognostiserade förfalloprofil vid utgången av 2000 [miljarder kronor och i procent av statsskulden].



Riksgäldskontoret föreslår oförändrade riktlinjer för förfalloprofilen. Regeringen delar kontorets uppfattning. Riksgäldskontoret skall inrikta upplåningen så att inte mer är 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste 12 månaderna. Högst 30 procent av hela skulden får förfalla inom nämnda period.

5 Utvärderingen av statsskuldens förvaltning år 2001

Regeringens beslut: Riksgäldskontoret skall för år 2001 fastställa interna, operationella riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. De operationella riktlinjerna skall innehålla riktmärkesportföljer för de nominella skuldslagen och avse bl.a. fördelning av upplåning mellan skuldslagen, genomsnittlig duration för den nominella skulden, fördelning av durationen mellan nominell kron- respektive valutaskuld och valutasammansättning i valutaskulden. De operationella riktlinjerna skall utvärderas kvantitativt och kvalitativt. Den kvantitativa utvärderingen skall avse absoluta kostnader och när så är möjligt jämföras med regeringens riktlinjer med beaktande av risk.

Utvärderingen av den operativa förvaltningen av kronskulden skall innefatta i vilken utsträckning kontoret uppnått uppställda mål för skuld- och marknadsvård. Utvärderingen skall ske främst i kvalitativa termer men om möjligt innehålla kvantitativa beräkningar av effekterna på de absoluta kostnaderna.

Den operativa förvaltningen av valutaskulden skall utvärderas kvantitativt. Marknadsvärdesbaserade kostnader för skulden skall jämföras med kostnader för valutaskuldens riktmärkesportfölj med beaktande av risk.

Bakgrund

I lagen om statens upplåning och skuldförvaltning stadgas att regeringen senast den 25 april varje år i en skrivelse till riksdagen skall utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen syftar

dels till att ge möjlighet till en samlad bedömning av hur statsskuldsvärdningen har bedrivits, dels till att ge vägledning i framtida beslut i statsskuldspolitiken. Regelbundet återkommande utvärderingar ger även incitament till en genomtänkt och effektiv skuldförvaltning. Utvärderingen av statsskuldspolitiken sker på flera nivåer. I skrivelsen till riksdagen utvärderas såväl Riksgäldskontorets upplåning och förvaltning av statsskulden som regeringens beslut om riktlinjer.

Målet för statsskuldspolitiken är av långsiktig karaktär och det är naturligt att utvärderingen sker i ett sådant tidsperspektiv att tillfälliga variationer i resultatet utjämnas. Regeringen har därför under de senaste åren tillämpat rullande femårsperioder i utvärderingen av förvaltningen. Den skrivelse som lämnades till riksdagen i april 2000 avsåg åren 1994/95–1999 och var den första utvärdering som baserade sig på riktlinjer som beslutats enligt den nya beslutsordningen. Utvärderingen av riktlinjebeslutet för år 2001 kommer därmed att avse åren 1997–2001.

I riktlinjebeslutet för år 2000 angavs att Riksgäldskontorets förvaltning skall utvärderas i två steg. Först kan kontoret om det finner det ändamålsenligt fördela riktlinjebeslutets samlade duration för den nominella skulden på två separata riktmärkesportföljer. En sådan fördelning bör i första hand utvärderas utifrån effekterna på de absoluta kostnaderna med beaktande av risk. I ett andra steg bör avvikelser i kron- och valutaskulden från de fastställda riktmärkena utvärderas. Detta skulle då ske i termer av relativa marknadsvärdesbaserade kostnader. Som ett komplement till utvärderingen av kronskulden skall även de marknadsvårdande åtgärderna som vidtagits utvärderas kvalitativt. Slutligen kan avvikelser inom intervallet för valutaskuldens amorteringsriktmärke utvärderas i termer av genomsnittlig emissionsränta och uttryckas i kronor. Flexibiliteten runt riktmärket syftar främst till att parera förändringar i statens lånebehov men kan också utnyttjas för att nå en bättre måluppfyllelse.

Utvärdering av statsskuldens förvaltning år 2001

Utvärdering av regeringens riktlinjer för år 2001 bör utformas på i princip samma sätt som anges i riktlinjerna för år 2000 och utgå från målet att långsiktigt minimera kostnaden för förvaltningen med beaktade av risk.

Regeringen beslutar om de övergripande riktlinjerna för statsskuldspolitiken. Riksgäldskontoret fastställer på basis av regeringens beslut operationella riktlinjer för förvaltningen. Sådana interna riktlinjer avser bl.a. riktmärkesportföljer för den nominella skulden, mål för skuld- och marknadsvård, hanteringen av valutamandatet och emissionspolicy för realobligationer. I det följande kallas Riksgäldskontorets operationella riktlinjer för *strategiska* beslut. Sådana beslut syftar till att uppnå målet för statsskuldspolitiken och skall utvärderas i förhållande till detta mål. Utvärderingen avser därmed de *absoluta* kostnaderna till skillnad från *relativa* riktmärkesrelaterade kostnader. Åtgärder som syftar till att sänka de absoluta räntekostnaderna utvärderas inte mot något riktmärke och avser kostnader mätta som emissionsräntor. En utvärdering i relativa termer görs av positioner gentemot ett riktmärke och utvärderas med hjälp av marknadsvärden. Det bör noteras att kvantitativa utvärderingar inte alltid är meningsfulla. Kvalitativa bedömningar måste alltid utgöra en viktig del av varje utvärdering.

Utvärderingen av den operationella förvaltningen tar sikte på hur väl de strategiska förvaltningsmålen uppnåtts eller i förekommande fall om de relativa kostnaderna sänkts. I förvaltningen av valutaskulden görs en utvärdering relativt en riktmärkesportfölj.

Strategiska beslut

Utvärderingen av strategiska beslut avser Riksgäldskontorets interna riktlinjer. Dessa omfattar flera centrala ställningstaganden.

– *Beslut om fördelning av skulden mellan olika skuldslag inom ramen för de intervall som regeringen angett:* Kontorets

flexibilitet i detta avseende följer av intervallet kring riktvärdet för amorteringstakten av valutaskulden och mandatet att öka andelen reallån.

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

– *Beslut om mål för skuld- och marknadsvård.*

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

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

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

Utvärderingen av strategiska beslut om mål för skuld- och marknadsvård bör främst bedöma valet av mål, prioriteringar och om de förväntas leda till de eftersträlvade effekterna. Kriterierna är här i första hand kvalitativa.

Operativ förvaltning

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

De senaste åren har Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning utvärderats genom att de faktiska kostnaderna för den nominella kronskulden och valutaskulden jämförts med hypotetiska kostnader för respektive riktmärkesportfölj. I årets riktlinjebeslut fastställs att Riksgäldskontoret inte förväntas ta positioner i den operativa förvaltningen gentemot riktmärket för den nominella kronskulden. Därmed är utvärdering i relativa termer inte meningsfull.

Riksgäldskontoret föreslår att utvärderingen av riktlinjebeslutet för den nominella respektive reala kronförvaltningen främst bör ske i kvalitativa termer och avse den skuld- och marknadsvård som kontoret bedriver i syfte att uppnå lägsta möjliga absoluta räntekostnad (genomsnittlig emissionsränta). Begreppet skuld- och marknadsvård är svårt att entydigt definiera. Exempel på sådana åtgärder är uppläggnings- och återköpsåtgärder (val av löptider, emissionsvolym, återköp m.m.) och mer marknadsvårdande åtgärder (kvaliteten i informationen till marknaden, engagemang i marknadsstrukturfrågor m.m.). Begreppet bör därför preciseras, både vad gäller omfattning och förväntade effekter av olika åtgärder.

Riksgäldskontoret understryker att det är viktigt att ha ett ramverk för den kvalitativa utvärderingen så att inslaget av subjektivitet kan begränsas. Inför ett nytt verksamhetsår bör därför tydliga operativa delmål för skuld- och marknadsvården ställas upp. Även om utvärderingen i huvudsak kan förväntas vara kvalitativ bör strävan vara att öka de kvantitativa inslagen i utvärderingen. Det är därför angeläget att utveckla kvantitativa utvärderingsmetoder i syfte att få indikatorer på hur statens finansieringskostnader påverkas av kontorets åtgärder. Kontoret

planerar att engagera externa konsulter för att utveckla styrning och utvärdering av förvaltningen.

Riksgäldskontoret avser vidare att redovisa hur det operativa durationsintervallet kring kron- och valutaskulden utnyttjats, rapportera avvikelser från detta intervall och redovisa orsakerna.

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

Regeringen instämmer i Riksgäldskontorets förslag till utvärdering av den operativa förvaltningen. Utvärderingen skall främst ske i kvalitativa termer men i möjligaste mån innehålla kvantitativa beräkningar av effekterna på de absoluta kostnaderna. Formerna för förvaltningen av statsskuldens har i vissa avseenden förändrats och förtydligats under de senaste åren. Inte minst gäller detta Riksgäldskontorets möjligheter att ta strategiska positioner i kronförvaltningen och amorteringen av valutaskulden samt den skuld- och marknadsvård som kontoret bedriver. Det är angeläget att fortlöpande utveckla metoder och instrument för utvärdering av såväl strategiska beslut som operativ förvaltning.

6 Tekniskt appendix: Definitioner av centrala begrepp

Valutaupplåningen

Det valutaupplåningsmandat som föreskrivs av riktlinjerna för statsskuldförvaltningen är definierat i flödestermier. 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 orealiserade valutakursomvärderingar.

Skuldbytesavtal (kron/valutaswappar)

Riksgäldskontoret har av kostnadsskäl valt att ta upp lån i svenska kronor och genom skuldbytesavtal (kron/valutaswappar) omvandla lånen till skuld i utländsk valuta. Detta har i de flesta fall visat sig billigare än direkt upplåning i utländsk valuta.

Denna form av valutaupplåning kan sägas bestå av två delar. Den ena delen innebär att upplåning i kronor genom ordinarie

obligationsemissioner genomförs, dvs. Riksgäldskontoret får en skuld i kronor. Den andra delen innebär att kron/valutaswappen genomförs, vilket görs med banker som motpart. I kron/valutaswappen får Riksgäldskontoret en tillgång i kronor – som är lika stor som den skuld i kronor som uppstod genom obligationen – och en skuld i utländsk valuta. Skulden i kronor har därmed omvandlats till en skuld i utländsk valuta. Kostnadsbesparingen uppstår genom att Riksgäldskontoret i swappen erhåller en högre ränta av banken än den ränta kontoret betalar i obligationen. Denna skillnad benämns swappspread.

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.³ I detta begrepp inkluderas löpande räntebetalningar på statsskulden samt

³ 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.

över- och underkurser som erhålls vid emission, utspridda jämnt över lånens löptid. Däremot 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. Risker 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 genomsnittliga 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.

Duration

Duration används för att mäta skuldens varaktighet. Måttet beräknar skuldens genomsnittliga återstående löptid genom att väga tiden till varje kassaflöde (kuponger och förfall) med det nuvärdesberäknade kassaflödets storlek. Eftersom nuvärdena av framtida kassaflöden beror på räntenivån är alltså durationen beroende av räntenivån. 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 uttrycks vanligen 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 nivåer som förfallen inom tolv månader når 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 mättidpunkt 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.