

## Bilaga

# Innehåll

<b>1</b>	<b>Sammanfattning .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Inledning .....</b>	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>Utgångspunkter för regeringens riktlinjer.....</b>	<b>6</b>
	3.1 Statsskuldens sammansättning .....	6
	3.2 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet.....	9
<b>4</b>	<b>Riktlinjebeslut för statsskuldförvaltningen 2004.....</b>	<b>18</b>
	4.1 Valutaskuld .....	18
	4.2 Real kronskuld.....	20
	4.3 Nominell kronskuld .....	21
	4.4 Löptid .....	22
	4.5 Förfalloprofil.....	23
<b>5</b>	<b>Utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning .....</b>	<b>25</b>
<b>6</b>	<b>Bilaga: Valutaväxlingar – en uppföljningsrapport .....</b>	<b>30</b>
<b>7</b>	<b>Tekniskt appendix: Definitioner av centrala begrepp.....</b>	<b>33</b>



# 1 Sammanfattning

Regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning har ett flerårigt tidsperspektiv i syfte att skapa förutsättningar för långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken. Årets beslut omfattar 2004–2006, men riktlinjerna för 2005 och 2006 är att betrakta som preliminära och kan komma att ändras i kommande års riktlinjebeslut.

Regeringens uppfattning är att riktlinjerna för statsskuldens förvaltning bör präglas av stabilitet och inte ha karaktären av kortsiktiga taktiska beslut, som behöver ändras mer eller mindre ofta. Regeringen anser vidare att hittillsvarande riktlinjer har fungerat tillfredsställande och att någon ny analys som på ett avgörande sätt förändrar bilden av hur statsskulden bör förvaltas inte har presenterats. Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2004 är därför i princip oförändrade i förhållande till rådande riktlinjer.

Den långsiktiga inriktningen är fortsatt att valutaskuldens andel av statsskulden skall reduceras och andelen kronskuld ökas. Skulden i utländsk valuta skall därför amorteras med 25 miljarder kronor 2004. För 2005 och 2006 skall inriktningen vara en amorteringstakt motsvarande 25 miljarder kronor per år. Riksgäldskontoret får avvika från den angivna amorteringstakten med  $\pm 15$  miljarder kronor. Givet amorteringstakten och nuvarande bedömning av lånebehov samt en stabil kronkurs bedöms valutaskuldens andel minska från 27 procent i slutet av 2003 ner mot 20 procent i slutet av 2006.

Andelen reallån i statsskulden skall långsiktigt öka. Upplåningen skall vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer samt kostnader och risker i annan upplåning.

Utöver kronupplåning i reala instrument och upplåning i utländsk valuta skall statens finansieringsbehov täckas med nominella lån i

kronor, vilket traditionellt har utgjort statens viktigaste finansieringskälla.

Riktvärdet för den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden skall vara oförändrat 2,7 år. Riksgäldskontoret får besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt  $\pm 0,3$  år från riktvärdet. Realupplåningen skall ske i lån med långa löptider.

Förfalloprofilsrestriktionen, som säger att upplåningen skall inriktas mot att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna, tas bort. Restriktionen, vars uppgift var att säkerställa en spridd förfalloprofil, bedöms som överflödigt eftersom det är en naturlig del i en genomtänkt skuldförvaltning att begränsa refinansieringsrisken.

## 2 Inledning

År 1998 beslutade riksdagen om en ny målformulering och beslutsstruktur för statsskuldspolitiken (prop. 1997/98:154, bet. 1997/98:FiU29, rskr. 1997/98:253). I lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning fastställs att statens skuld skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därtill skall förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Riksdagens beslut från 1998 innebär att regeringen skall ange riktlinjer för statsskuldens sammansättning, genomsnittliga löptid och förfalloprofil. Riktlinjebeslutet för kommande år skall fattas senast den 15 november. Beslutet fattas efter det att Riksgäldskontoret lämnat förslag till riktlinjer och Sveriges riksbank getts möjlighet att yttra sig över förslaget. Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer inkom den 26 september 2003. Riksbankens remissyttrande avseende Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning inkom den 20 oktober 2003. Enligt Riksbanken är Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer förenliga med de krav som penningpolitiken ställer.

Riksgäldskontoret svarar för att målet för statsskuldspolitiken och regeringens riktlinjer omsätts i delmål och riktmärken samt för den operativa förvaltningen av skulden.

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

## 3 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer<sup>1</sup>

### 3.1 Statsskuldens sammansättning

Det övergripande målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därmed innebär riktlinjebeslutet för skuldförvaltningen en avvägning mellan förväntade totala kostnader och den samlade risk som staten är villig att ta på sig. Eftersom den samlade risken i statsskuldförvaltningen inte utgörs av summan av riskerna i de olika delportföljerna är samspelet mellan de olika riskerna viktigt.

Skuldens egenskaper bestäms framför allt av fördelningen mellan de tre skuldslagen;

- nominella lån i svenska kronor,
- reala lån i svenska kronor, och
- nominella lån i utländsk valuta,

samt val av genomsnittlig löptid och fördelning mellan löptider i respektive skuldslag. Dessa storheter är tillsammans med skuldens absoluta storlek styrande för vilken total kostnad och samlad risk som kan förväntas i förvaltningen av statsskulden. Riktlinjebesluten måste därför utformas så att statsskulden sammantaget får de egenskaper som eftersträvas i förhållande till målet för statsskuldspolitiken.

<sup>1</sup> Avsnitt 7 Tekniskt appendix ger en mer utförlig förklaring av vissa centrala begrepp, bl.a. av valutaupplåning och skuldskötselåtgärder.

Statsskulden uppgick vid utgången av 2002 till 1 160 miljarder kronor, vilket motsvarar ungefär 50 procent av BNP.<sup>2</sup> Regeringens riktlinjebeslut avser dock hela den skuld som Riksgäldskontoret förvaltar, dvs. även de skuldförbindelser som innehas av andra statliga myndigheter. Beslutet i de delar som berör skuldens sammansättning kräver dessutom att valutaexponerad upplåning redovisas på ett rättvisande sätt. Detta medför att även de skuldskötselåtgärder som vidtas i valutaupplåningen måste 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. Detta har i de flesta fall visat sig vara billigare än direkt upplåning i utländsk valuta och under de senaste åren inneburit den dominerande tekniken att skapa valutaskuld. Skuldskötselinstrumenten utgör för närvarande nästan hälften av den utländska skuldens värde.

Mätt enligt det nya skuldmåttet som gäller fr.o.m. 2003 uppgick statsskulden till 1 204 miljarder kronor i slutet av 2002. Genom den nya definitionen av statsskulden fungerar det officiella skuldmåttet väl som utgångspunkt för diskussion och analys av riktlinjerna för statsskuld förvaltningen. Efter att statsskulden under en rad år minskat bedöms skulden nu åter öka till följd av ett stigande lånebehov.

Andelen upplåning i utländsk valuta växte snabbt under första halvan av 1990-talet, från mindre än 10 procent till knappt 29 procent av statsskulden budgetåret 1994/95. Därefter har andelen varit relativt stabil omkring 30 procent av skulden. I slutet av 2002 uppgick skulden i utländsk valuta till drygt 31 procent av skuldens värde. Minskningen i valutaskulden förklaras främst av kronförstärkningen under 2002. Detta är en utveckling som fortsatt under 2003, med en ytterligare minskning i valutaskulden som följd.

<sup>2</sup> Avser den okonsoliderade statsskulden, dvs. den officiella skuld som förvaltas och redovisas av Riksgäldskontoret. I Budgetpropositionen och Årsredovisning för staten redovisas huvudsakligen ett konsoliderat skuldmått där statliga myndigheters innehav av statspapper eliminerats.

**Tabell 1. Statsskuldens storlek och sammansättning 2000–2002 samt prognos för 2003 (mdkr och procent).**

	2000	2001	2002	2003
Nominell skuld i kronor	811	687	670	721
<i>Andel, procent</i>	<i>61</i>	<i>56</i>	<i>56</i>	<i>59</i>
Realräntelån	138	117	158	172
<i>Andel, procent</i>	<i>10</i>	<i>10</i>	<i>13</i>	<i>14</i>
Skuld utländsk valuta	395	407	376	334
<i>Andel, procent</i>	<i>29</i>	<i>34</i>	<i>31</i>	<i>27</i>
<b>Okonsoliderad statsskuld</b>	<b>1 344</b>	<b>1 211</b>	<b>1 204</b>	<b>1 227</b>

*Källa:* Riksgäldskontoret.

*Anm:* Skuld i utländsk valuta är omvärderad till valutakurser vid respektive årsslut. Omvärderingen per den 31 december 2003 bygger på de stoppkurser per den 13 oktober 2003 som Riksgäldskontoret använde i sin senaste skuldprognos. Fr.o.m. 2003 redovisas statsskulden enligt ett nytt och mer rättvisande mått (se exempelvis Riksgäldskontorets årsredovisning 2002). För jämförbarhetens skull har statsskulden för 2000-2002 i tabellen räknats om för att motsvara den nuvarande definitionen.

Reala lån i svenska kronor fyller en viktig funktion, dels för att de erbjuder investerare en möjlighet att säkra sig mot inflationsrisker, dels för att de bidrar till att diversifiera statens upplåning till ytterligare en typ av finansiering utöver nominell kron- och valutaupplåning. Den samlade risken i statsskulden kan därmed minskas. Sedan emissionsstarten 1994 har andelen realräntelån stadigt ökat och vid slutet av 2002 uppgick andelen till drygt 13 procent av statsskulden. Den förhållandevis kraftiga ökningen under 2002 berodde delvis på ökad emissionsvolym till följd av större efterfrågan på reala placeringar, men främst på att några myndigheters<sup>3</sup> kontoplaceringar i Riksgäldskontoret omvandlades till statsobligationer enligt beslut av riksdag och regering. Beslutet innebar att den utestående realobligationsstocken ökade med ca 32 miljarder kronor.

Nominella lån i svenska kronor utgör traditionellt den viktigaste finansieringskällan för upplåningen av statsskulden. Merparten av upplåningen i nominella svenska kronor sker på den inhemska värdepappersmarknaden genom statsobligationer (lån med löptid över

<sup>3</sup> Omläggningen den 1 juli 2002 berörde Insättningsgarantinämnden (IGN), Kärnavfallsfonden (KAF) och Premiépensionsmyndigheten (PPM).



ett år vid emission) och statsskuldväxlar (lån med löptid i huvudsak under ett år vid emission). I skuldslaget nominella lån ingår även huvuddelen av upplåningen på Privatmarknad som erbjuder Riksgäldskontoret möjligheter att bredda upplåningen till fler långivare såsom privatpersoner, mindre företag och organisationer. I Privatmarknad ingår exempelvis premieobligationer och Riksgäldspar, som på kort tid genererat inlåning i storleksordningen 15 miljarder kronor. Andelen nominella lån har minskat sedan mitten av 1990-talet och uppgick till knappt 56 procent vid utgången av 2002.

### 3.2 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet

**Regeringens utgångspunkter:** Riktlinjerna skall ha ett flerårigt perspektiv så att förutsättningar för långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken skapas. Beslutet omfattar 2004–2006, men riktlinjerna för 2005 och 2006 betraktas som preliminära och kan komma att ändras vid kommande beslutstillfällen.

I förvaltningen av statsskulden skall alltid kostnader och risk vägas mot varandra. Den långsiktiga inriktningen av statsskuldens förvaltningen är alltså att valutaskuldens andel av statsskulden skall minska och andelen kronskuld öka.

#### Centrala ställningstaganden i riktlinjebeslutet

I tidigare riktlinjebeslut har regeringen tagit ställning i ett antal frågor i syfte att tydliggöra de principer och förutsättningar som statsskuldspolitiken vilar på. Bland annat har frågor om tidsperspektiv, kostnads- och riskmått samt den långsiktiga sammansättningen av skulden behandlats. Nedan sammanfattas de mest centrala ställningstagandena.

#### Tidsperspektiv och framförhållning

Det övergripande målet för statsskuldspolitiken är formulerat i långsiktiga termer. Eftersom det tar tid att påtagligt påverka skuldens kostnader och riskegenskaper betyder det att de mest centrala ställningstagandena i riktlinjerna, t.ex. sammansättningen av statsskulden, löptiden i den nominella skulden och valutaamorteringarna, behöver utformas med långsiktighet och framförhållning. De senaste åren har därför riktlinjerna anlagt ett treårigt tidsperspektiv. Att regeringen valt just ett treårigt tidsperspektiv hänger samman med att det känns naturligt att perspektivet i riktlinjebeslutet sammanfaller med tidshorisonten för utgiftstaket i statens budget.

I riktlinjerna betraktas inriktningen de sista två åren i tidsperspektivet som preliminära och prövas regelbundet i samband med de årliga riktlinjebesluten. Det finns även möjlighet att ändra redan beslutade riktlinjer om grunderna för beslutet på ett avgörande sätt skulle förändras. En sådan förändring skedde i juli 2001 då regeringen beslutade att sänka riktvärdet för amorteringen för valuta-skulden från 35 till 25 miljarder kronor.

Årets riktlinjebeslut är, som brukligt, treårigt och avser åren 2004–2006, men riktlinjerna för 2005 och 2006 betraktas som preliminära och kan komma att ändras.

### **Kostnader och risk i statsskuldförvaltningen**

Det råder alltid en viss osäkerhet om den framtida utvecklingen av statsfinanserna, såväl som för finansiella variabler. Eftersom regeringens riktlinjebeslut fattas under osäkerhet måste skuldförvaltningen struktureras så att det finns marginaler att klara negativa överraskningar. Riktlinjebeslut om skuldens sammansättning och löptid innebär således en avvägning mellan skuldens förväntade kostnader och risk.

I tidigare riktlinjeförslag och riktlinjebeslut har definitioner och mätmetoder av statsskuldens kostnader och risk varit ett återkommande ämne. Exempelvis angav regeringen i riktlinjebeslutet för 2000 att kostnaderna bör mätas i termer av

genomsnittlig emissionsränta<sup>4</sup> och risken som spridningen i genomsnittlig emissionsränta, den genomsnittliga emissionsränterisken. Andra, underordnade, risker som identifierats är den finansiella sparanderisken (risken för att räntebetalningar skall försämra det finansiella sparandet) och marknadsvärdesrisken (avser variationer i skuldens marknadsvärde). Dessa kostnads- och riskmått är uttryckta i nominella termer.

Regeringen har konstaterat att risken i statsskuldshöjningen även bör anges som statsskuldportföljens bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. Detta reala skuldmått är inspirerat av s.k. Asset and Liability Management (ALM), som baseras på att finansiella risker kan minimeras genom att skuldernas egenskaper matchas mot tillgångarnas. En skuldportfölj som typiskt sett har låga kostnader när statsfinanserna är svaga (t.ex. till följd av en lågkonjunktur) betraktas enligt ALM-ansatsen som mindre riskfylld än en portfölj där det omvända gäller. Ur statsskuldspolitik synvinkel innebär detta att staten kan minska risken i skuldshöjningen genom att konstruera en skuldportfölj vars räntekostnader samvarierar med budgetöverskotten (exklusive räntebetalningar på statsskulden). Regeringen anser att ALM-ansatsen utgör en intressant och utvecklingsbar ram för framtida analys av statsskuldshöjningen.

I årets riktlinjeförslag har Riksgäldskontoret tagit fram ett nytt kvantitativt mått på riskerna i statsskulden, kallat Cost-at-Risk (CaR), som mäter risken för att skuldens löpande räntekostnader skall öka.<sup>5</sup> Vid beräkningar av CaR är en vanlig metod att man simulerar framtida utveckling för räntor, valutakurser m.m. och beräknar kostnader för olika lånestrategier under en period framåt i

<sup>4</sup> Måttet definieras som ett vägt genomsnitt av emissionsräntorna i skuldportföljen. Vikterna utgörs av respektive värdepappers nominella belopp i förhållande till den totala skulden. Emissionsräntorna är de räntor till vilka respektive värdepapper emitterades. Måttet anger således kostnaderna i form av en procentuell räntenivå.

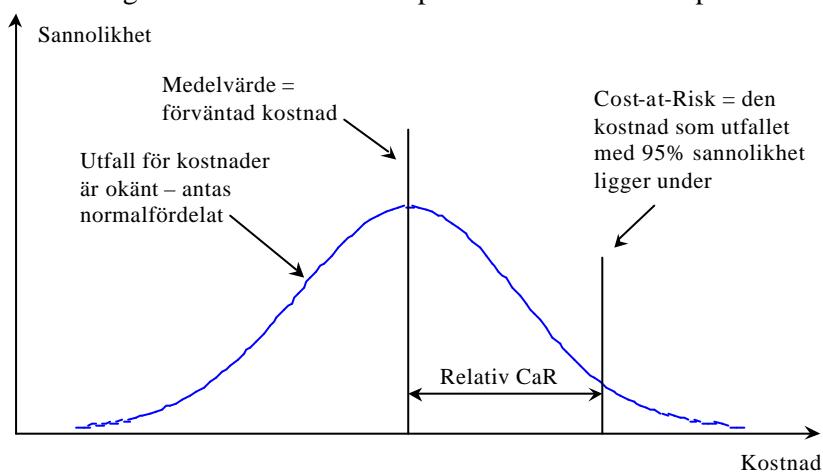
<sup>5</sup> För en mer ingående beskrivning av måttet hänvisas till Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2004.

tiden. Riskmålet anges som de fem procent sämsta utfallen för en viss period.

Det som bäst fångar risken för en oväntad kostnadsökning är skillnaden mellan Cost-at-Risk och den förväntade kostnaden. Detta mått kallas relativ CaR (RCaR) och anger hur mycket högre än förväntat kostnaden kan bli för en given tidshorisont. Riksgäldskontoret har utvecklat en enkel modell för att ta fram en ungefärlig siffra för RCaR på kort sikt för den svenska statsskulden. Metoden bygger dock inte på simulering utan på analytiska beräkningar.<sup>6</sup> Det analytiska RCaR-måttet visar hur mycket högre än förväntat räntekostnaderna kan bli på ett års sikt. Det är alltså ett relativt snarare än absolut mått. De förväntade räntekostnaderna baseras på ett läge där räntor och valutakurser är på nuvarande nivå, och inflationstakten är två procent enligt Riksbankens mål.

**Figur 1. Illustration av Cost-at-Risk.**

Beräkningen av RCaR baseras på att tre riskfaktorer påverkar



<sup>6</sup> För en mer utförlig beskrivning av modellen hänvisas till *En analytisk approximation för relativ Cost-at-Risk*, Riksgäldskontoret, 2003.

kostnaden för statsskulden; räntenivån (alla skuldslag), valutakursen (valutaskulden) och inflationen (realskulden).

- Om *räntan* stiger, ökar skuldens snittränta med ränteuppgången multiplicerat med den andel av skulden som ränteomsätts.
- Om *kronan* försvagas, ökar kupongbetalningarna på valutaskulden mätt i kronor. Dessutom realiseras en större (mindre) valutaförlust (valutavinst) på den förfallande valutaskulden.
- Om *inflationen* blir högre än förväntat, ökar kupongutbetalningarna på den reala skulden. Dessutom realiseras mer inflationskompensation på den del av realskulden som förfaller.

Med utgångspunkt i förfallande lån det närmaste året, andelarna real- och valutaskuld samt skuldens snittkupong, kan man beräkna hur mycket kostnaderna ökar för en enhets ökning i varje riskfaktor. Med hjälp av historiska, marknadsbaserade<sup>7</sup> eller antagna samband mellan faktorerna kan man därefter beräkna konfidensintervall för kostnadsuppgångar. Med andra ord kan man ta fram en analytisk approximation för RCaR. Ovanpå förändringar i de finansiella variabelerna kan man lägga oväntade ökning i det primära lånebehovet.

**Tabell 2. Relativ Cost-at-Risk på ett års sikt med 95 procents konfidens (mdkr).**

	Primärsaldo	
	Som väntat	20 mdkr sämre
<i>Historiska perioder:</i>		
1994-2002	16,3	17,9
1994-1997	19,4	21,3
1997-2002	12,6	13,9
<i>Marknadsimplicit (Sept. 2003)</i>	16,8	18,3

Källa: Riksgäldskontoret.

<sup>7</sup> Optionspriser har använts för att utläsa marknadsaktörernas riskbedömning om räntor och växelkurs. Inflationsrisken bygger på historiska data.

I ovanstående tabell visas 95 procents RCaR på ett års sikt för den nu aktuella skuldportföljen, med olika antaganden för risker och samvariation mellan räntor, valutakurs och inflation. Dessutom visas hur en (oväntad) försämring av primärsaldot påverkar RCaR.

RCaR-måttet varierar något beroende på från vilken period data hämtas. Eftersom första halvan av perioden var mer turbulent än den andra blir också riskmålet högre. Enligt marknadens riskbedömning, som utgår från marknadens förväntningar om framtida kursrörelser mätt via optionspriser, innebär en oförväntad ökning av det primära lånebehovet på 20 miljarder kronor och en samtidig ogynnsam utveckling av räntor, valutakurs och inflation fem procents risk att kostnaderna för skulden blir 18 miljarder kronor (eller mer) högre än prognostiserat. Med den aktuella prognosen för räntebetalningarna på statsskulden motsvarande ca 52 miljarder kronor 2004 innebär det att risken är fem procent att kostnaderna i stället blir 70 miljarder kronor, historiskt sett i sig ingen ovanligt hög kostnad.

Genom att relatera riskmålet till BNP och budgetrestriktioner kan man få en rimlig uppfattning om storleken på risken. En risk på 18 miljarder kronor motsvarar knappt 0,8 procent av prognostiserad BNP 2004. Enligt budgetpropositionen prognostiseras ett finansiellt sparande på 0,4 procent av BNP 2004. Baserat på RCaR-beräkningen ovan är det alltså fem procents sannolikhet att överskottet på 0,4 procent av BNP i stället förvandlas till ett underskott av motsvarande storlek på grund av att räntor stiger och valutakursen försvagas. Givetvis betecknas även mindre underskott i det finansiella sparandet som allvarligt, men trots allt är det ändå en god marginal till EU:s kritiska gräns som säger att underskottet i det offentliga finansiella sparandet inte får överstiga tre procent av BNP. Dessutom är risken för att detta skall inträffa så pass låg som fem procent.

Risken i statsskulden varierar med skuldens sammansättning och storlek. Genom att öka löptiden och minska andelen valutaskuld kan risken minskas. Att minska andelen skuld som förfaller inom ett år från dagens 25 procent till 14 procent innebär exempelvis att RCaR minskar med en tredjedel. Samma effekt erhålls om valutaandelen minskar till 10 procent. I upplåningstermer innebär de

snävare förfalloprofilerna en större andel lång upplåning, och därmed en högre förväntad kostnad (givet positivt lutande avkastningskurva). Förfalloprofilen på 14 procent kan till exempel uppnås genom att Riksgäldskontoret upphör med emissioner i statsskuldväxlar, men behåller nuvarande fördelning mellan två-, fem- och tioåriga obligationer. Tio procents årliga förfall kräver att all upplåning sker i tioåriga obligationer.

**Tabell 3. Relativ Cost-at-Risk för olika skuldportföljer (mdkr).**

	Förfalloprofil		
	10%	14%	25%
<i>Valutaandel:</i>			
10%			10,2
30%	8,0	10,4	16,3

*Källa:* Riksgäldskontoret.

*Anm.* Beräkningarna är baserade på perioden 1994-2002.

Beräkningar visar att relativ Cost-at-Risk för statsskulden med nuvarande storlek och sammansättning på ett års sikt är uppemot 20 miljarder kronor. En riskerad kostnadsökning på 20 miljarder kronor på ett års sikt kan, vid en första anblick, verka ganska stor. Om risken däremot sätts i relation till BNP, eller om den högre räntekostnaden tolkas i ett historiskt perspektiv, blir bedömningen att risken i förvaltningen av statsskulden är acceptabel. Dessutom bör det noteras att sannolikheten för en försämring i denna storleksordning är så låg som fem procent, givet modellens antaganden.

Relativ Cost-at-Risk kan fungera som en bra indikator för risken i statsskuldshöjningen. Det är dock viktigt att påpeka att de redovisade beräkningarna skall tolkas med en viss försiktighet, eftersom riskmålet bygger på förenklade statistiska samband och är beroende av vilka antaganden som görs.

### Statsskuldens långsiktiga sammansättning

Regeringens uppfattning är, liksom i de senaste årens riktlinjebeslut, att statsskuldens sammansättning på lång sikt bör inriktas mot att andelen valutaskuld minskas och andelen reallån ökas.

Det ursprungliga beslutet från 2001 att långsiktigt reducera valutaandelen baserades på att skälen för valutaupplåning försvagats samtidigt som riskerna tydliggjorts. Kostnadsskälen för valutaupplåning har reducerats i takt med att riskpremierna, som under 1990-talet fördröade den inhemska upplåningen, successivt minskat. Samtidigt har lån i utländsk valuta funnits vara relativt mer riskfyllt än inhemska upplåning, eftersom kronkursen direkt påverkar statens räntekostnader och värdet på valutaskulden. Till detta kan läggas matchnings- och ALM-argument, i och med att ökade valutaskuld-räntor riskerar sammanfalla med ökade budgetunderskott i tider då statsfinanserna av konjunkturskäl kan antas vara svaga. En stor skuld i utländsk valuta riskerar därmed att förstärka svängningarna i statsfinanserna.

Den uttalade ambitionen att öka andelen reallån motiveras främst av riskargument. I jämförelse med nominell kronupplåning har reallån i princip funnits ha motsatta egenskaper vilket leder till slutsatsen att skuldportföljen av diversifieringsskäl bör innehålla båda typerna av instrument. Även i jämförelse med valutalån framstår den reala lånestocken som mindre riskfylld då kronkursen inte explicit ingår i räntekostnaderna för den reala skulden. Slutsatsen är därför att andelen realobligationer är för låg och att den på sikt bör öka.

Regeringen konstaterar att det ännu inte finns underlag för att fastställa en optimal sammansättning av statsskulden i termer av skuldandelar. Däremot bör arbetet för att finna en sådan optimal sammansättning fortsätta. Detta arbete är viktigt, inte minst i ljuset av resultatet från folkomröstningen om ett fullvärdigt medlemskap i valutaunionen. Baserat på nuvarande fördelning av valutariktmärket skulle ett EMU-inträde i sig innebära en halvering av andelen valutaskuld, från dagens 30 procent till under 15 procent



---

av statsskulden. Med kronan kvar som egen valuta måste en fortsatt reduktion av valutaandelen ske gradvis och det är viktigt att söka klargöra hur långt den processen bör gå. Riksgäldskontoret förutsätts i kommande riktlinjeförslag återkomma med en fördjupad analys av valutaandelens storlek på lång sikt.

## 4 Riktlinjebeslut för statsskuldsförvaltningen 2004

### 4.1 Valutaskuld

**Regeringens beslut:** Skulden i utländsk valuta skall amorteras med 25 miljarder kronor 2004. Inriktningen för 2005 och 2006 skall vara en amorteringstakt på 25 miljarder kronor per år.

Riksgäldskontoret får avvika från den angivna amorteringstakten med  $\pm 15$  miljarder kronor.

**Riksgäldskontorets förslag:** Ambitionen att minska andelen valutaskuld i statsskulden bör kvarstå. Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2004 föreslås vara 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör få avvika från riktvärdet med  $\pm 15$  miljarder kronor. Inriktningen för amorteringen av valutaskulden 2005 och 2006 bör vara 25 miljarder kronor per år.

**Skälen för regeringens beslut:** Riktlinjebeslut bör baseras på långsiktiga och strategiska överväganden om kostnader och risk i statsskuldsförvaltningen. Regeringens långsiktiga inriktning av amorteringar på valutaskulden bör därmed grundas på vad som anses vara en ändamålsenlig sammansättning av statsskulden och inte präglas av rådande växelkurser eller kortsiktiga prognoser över växelkursutvecklingen. I stället är det Riksgäldskontoret som, baserat på en strategisk syn på kronkursens utveckling, har ansvaret att anpassa amorteringstakten inom givet valutamandat.

**Tabell 4. Valutaupplåning och valutaskuld, statens lånebehov, okonsoliderad statsskuld förändring och storlek samt TCW-index (mdkr och procent).**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Reg. riktlinjer, valutaupplån., netto	-35 <sup>1</sup>	-15	-25	-25	-25	-25
Faktisk valutaupplåning, netto <sup>2</sup>	-15	-2	-25	-25	-	-
Valutaskuldens andel, procent <sup>2</sup>	34	31	27	24	-	-
Statens lånebehov <sup>3</sup>	-39	-1	44	42	14	13
Statsskuldens förändring <sup>3</sup>	31	-7	22	40	18	12
Okonsoliderad stats-skuld, storlek <sup>4</sup>	1 211	1 204	1 226	1 266	1 284	1 296
Statsskulden procent av BNP <sup>4</sup>	53	51	51	50	49	47
TCW – budgetprop. 2004, slutkurser	137	131	129	127	127	127

Källa: Finansdepartementet. Prognoserna för 2003-2006 har hämtats ur BP 2004.

<sup>1</sup> I juli 2001 sänkte regeringen amorteringstakten på valutaskulden till 25 miljarder kronor.

<sup>2</sup> För 2003 och 2004 redovisas Riksgäldskontorets prognos från oktober 2003.

<sup>3</sup> Lånebehovet ett givet år är inte liktydigt med förändringen i statsskuldens storlek. Hänsyn måste dels tas till valutaskuldens värdeförändring, dels till transaktioner som påverkar lånebehovet men inte den redovisade statsskulden och vice versa.

<sup>4</sup> Med okonsoliderad statsskuld avses den skuld som förvaltas och redovisas av Riksgäldskontoret, utan hänsyn till skuldinstrument som hålls av statliga myndigheter. Statsskulden för 2001 och 2002 har i tabellen räknats om för att motsvara statsskulden enligt den nya definitionen som gäller fr.o.m. 2003 (se exempelvis Riksgäldskontorets årsredovisning 2002).

I förra årets riktlinjebeslut angavs den medelfristiga amorteringstakten till 25 miljarder kronor per år 2003–2005, något som utgör utgångspunkten för årets riktlinjebeslut. Trots att de statsfinansiella utsikterna har försämrats något jämfört med för ett år sedan, och prognoserna därför pekar på ett större lånebehov, ser regeringen ingen anledning att frångå den medelfristiga inriktningen. Inte heller

bedöms kronutvecklingen under de närmaste åren utgöra skäl för att avvika. Den svenska kronan har stärkts under 2003. Riktvärdet för valutaskuldens amortering 2004 kan därmed fastställas till 25 miljarder kronor.

Regeringen anser att analysen av den långsiktiga inriktningen fortfarande gäller och att valutaskuldens andel av statsskulden bör minskas. Amorteringstakten för 2005 och 2006 bör därmed vara oförändrat 25 miljarder kronor per år. Vid nuvarande bedömning av lånebehov och kronkursutveckling beräknas valutaandelen minska från 27 procent i slutet av 2003 ner mot 20 procent i slutet av 2006.

Regeringen anser att intervallet runt amorteringsriktvärdet även fortsättningsvis bör uppgå till  $\pm 15$  miljarder kronor. Mandatet utgör en lämplig avvägning mellan styrning och flexibilitet givet ställningstagandet i fjolårets riktlinjebeslut att Riksgäldskontoret inte skall väga in valutaskuldens andel av statsskulden i beslut om hur valutamandatet utnyttjas.

## 4.2 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.

**Riksgäldskontorets förslag:** Andelen reallån i statsskulden bör långsiktigt öka. Upplåningen bör vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

**Skälen för regeringens beslut:** Det huvudsakliga argumentet bakom beslutet att andelen reallån långsiktigt skall öka är, som tidigare, att real upplåning bidrar till att minska risken i statsskulden. Real upplåning utgör en spegelbild av nominell upplåning, och skuldportföljen bör därmed innehålla båda typerna av lån. Därigenom kan staten reducera risken för oönskade svängningar i räntekostnaderna för statsskulden.

Det finns även ett kostnadsargument i och med att realupplåning på lång sikt bör vara billigare än nominell kronupplåning i genomsnitt. Kostnadsargumentet är dock svårare att underbygga, inte minst under perioder med låg inflation. Tidvis har den s.k. break even-inflationen, dvs. skillnaden mellan nominella och reala räntor, varit avsevärt lägre än Riksbankens inflationsmål på två procent. Det har inneburit att den förväntade reala kostnaden för nominella obligationer, beräknad utifrån antagandet att inflationsmålet uppnås på lång sikt, faktiskt har varit lägre än för reala obligationer. Skälet till detta kan givetvis vara att placerarna räknar med framtida låg inflation, men troligtvis hänger det även samman med den begränsade likviditeten på realmarknaden, och att placerarna därför kräver en viss extra avkastning för att hålla realobligationerna. Riksgäldskontoret skall svara för avvägningen mellan att minimera de förväntade kostnaderna och möjligheten att reducera risken. Regeringen ansluter sig till Riksgäldskontorets bedömning att kontoret även fortsättningsvis bör beakta marknadsläget vid beslut om i vilken takt realobligationer skall emitteras.

### 4.3 Nominell kronskuld

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

**Riksgäldskontorets förslag:** Med riktlinjer angivna för realupplåning och upplåning i utländsk valuta följer definitionsmässigt att statens finansieringsbehov i övrigt ska täckas med nominella lån i kronor.

**Skälen för regeringens beslut:** Den del av statens lånebehov som inte finansieras via realupplåning och upplåning i utländsk valuta skall definitionsmässigt täckas av nominella lån i kronor. Kronmarknaden, som traditionellt utgör statens viktigaste finansieringskälla, fungerar som buffert vid svängningar i lånebehovet. Det är också via kronmarknaden som ändringar i

upplåningen i andra instrument hanteras. Riktlinjen för valutaskuldens amortering, begränsade möjligheter att emittera realobligationer och ett ökat nettolånebehov innebär att den nominella kronupplåningen även fortsättningsvis blir statens viktigaste finansieringskälla.

#### 4.4 Löptid

**Regeringens beslut:** Den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden skall vara oförändrat 2,7 år. Riksgäldskontoret får vid fastställande av riktmärken för nominella lån besluta om en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt  $\pm 0,3$  år från riktvärdet. Realupplåningen skall ha lång löptid.

**Riksgäldskontorets förslag:** Riktvärdet för den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden föreslås vara oförändrad på 2,7 år. Riksgäldskontoret bör få besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt  $\pm 0,3$  år från riktvärdet. Real upplåning ska ske i papper med lång löptid.

**Skälen för regeringens beslut:** I riktlinjebeslutet för 2000 sänkte regeringen riktvärdet för durationen i den nominella skulden från 2,9 till 2,7 år. Regeringen har sedan dess vidhållit att en duration på 2,7 år ger en lämplig avvägning mellan kostnader och risk. En ytterligare förkortning har betraktats som alltför riskabel.

**Tabell 5. Durationen för den nominella respektive den reala delen av statsskulden vid slutet av respektive år (år).**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Nominell skuld	3,1	2,9	2,9	2,7	2,5	2,7
Real skuld	11,5	10,7	10,6	9,6	10,8	10,6

*Källa:* Riksgäldskontoret. Uppgifterna för 2003 är en prognos.

Riksgäldskontoret ägnar i årets riktlinjeförslag särskilt intresse åt valet av löptid. Kontoret belyser exempelvis på vilket sätt de kommande decenniernas demografiska omställning bör påverka statsskuldens förvaltning. Kontoret konstaterar att den viktigaste anpassningen till kommande påfrestningar är att reducera statsskuldens storlek. Skulle osäkerheten om de statsfinansiella utsikterna öka ytterligare, kan det på sikt vara lämpligt att förlänga skuldens löptid för att på så sätt minska risknivån i skulden. Regeringen anser dock att det i dagsläget är allt för tidigt att dra några slutsatser om behovet av anpassning av statsskuldens förvaltning. Enligt regeringens prognoser kommer visserligen statsskulden att öka något de kommande åren, men som andel av BNP bedöms skulden minska.

Riksgäldskontoret skall även fortsättningsvis ges utrymme att ta strategiska positioner runt durationsriktvärdet för den nominella skulden med  $\pm 0,3$  år. Sådana åtgärder bör baseras på bedömningar av den långsiktiga ränteutvecklingen.

För den reala skulden anger riktlinjen att realobligationer skall ha lång löptid, vilket bör tolkas som emissioner med fem års löptid eller längre. Beslutet baseras på att inflationsosäkerheten är störst på lång sikt och att realobligationens egenskaper därmed bäst tas till vara på långa löptider.

## 4.5 Förfalloprofil

**Regeringens beslut:** Förfalloprofilsrestriktionen, som säger att upplåningen skall inriktas mot att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna, tas bort.

**Riksgäldskontorets förslag:** Förfalloprofilsrestriktionen tas bort. En ny indikator på risk införs – det statistiska riksmåttet Cost-at-Risk. Ingen specifik restriktion kopplas till Cost-at-Risk. I stället används Cost-at-Risk som indikator och uppföljningsinstrument genom att utvecklingen av Cost-at-Risk rapporteras i efterhand.

**Skälen för regeringens beslut:** Förfalloprofilsrestriktionen har ingått i regeringens riktlinjer allt sedan de infördes 1999. Restriktionen har varit ett komplement till riktvärdet för den genomsnittliga durationen och syftat till att begränsa refinansieringsrisken. Riksgäldskontoret har under senare år utvärderat förfalloprofilens funktion som styrinstrument och sammantaget funnit att det finns flera skäl att avskaffa förfalloprofilsrestriktionen.<sup>8</sup>

- Restriktionen behövs inte för att garantera en jämn fördelning av skulden på olika löptider. Det är snarast en naturlig del i en genomtänkt skuldförvaltning att försöka begränsa refinansieringsrisken.
- Marknadsvårds- och kostnadsminimeringsskäl förhindrar i sig en skev fördelning av skulden i och med att upplåningskostnaderna sannolikt skulle stiga om upplåningen koncentrerades till enbart korta löptider.
- Restriktionen sattes med utgångspunkt i den förfalloprofil som skulden hade när beslutet första gången fattades. Sedan dess har durationsmålet sänkts och en restriktion på 25 procent av statsskulden bedöms vara i snävaste laget.

Regeringen ansluter sig till Riksgäldskontorets bedömning och beslutar därmed i enlighet med Riksgäldskontorets förslag att avskaffa förfalloprofilsrestriktionen.

<sup>8</sup> Se exempelvis årets riktlinjeförslag eller Riksgäldskontorets rapport *Duration, förfalloprofil och risken för ökade kostnader för statsskulden* som lämnades till regeringen i samband med förra årets riktlinjeförslag.



## 5 Utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning

**Regeringens beslut:** Riksgäldskontoret skall för 2004 fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjebeslut. De interna riktlinjerna skall innehålla riktmärken för de nominella skuldslagen och utvärderas såväl kvantitativt som kvalitativt. Den kvantitativa utvärderingen skall avse absoluta kostnader och, när så är möjligt, jämföras med regeringens riktlinjer, med beaktande av risk.

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

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

### Bakgrund

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

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

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

## Utvärdering av statsskuldförvaltningen 2004

### Utvärdering av regeringens riktlinjer

Ambitionen bör vara att regeringens riktlinjebeslut utvärderas direkt mot målet för statsskuldförvaltningen. Kortsiktiga bedömningar av ränte- och växelkursutveckling bör normalt inte vägas in i riktlinjebeslutet. Redovisningen till riksdagen bör främst avse de strategiska överväganden som låg till grund för riktlinjebeslutet. Riksdagen kan sedan ta ställning till om dessa bedömningar var rimliga.

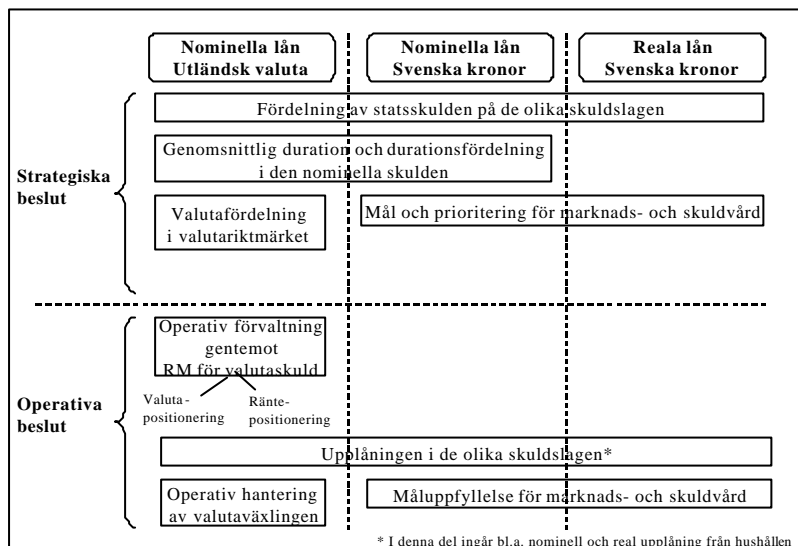
Statens riskbenägenhet bör vara en central aspekt i beslut om riktlinjer. Utgångspunkten bör vara att den valda skuldportföljen ger en lägre kostnad och/eller lägre risk än andra portföljer. Utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut kommer i stor utsträckning att göras i kvalitativa termer. Kvantitativa beräkningar bör i möjligaste mån tas fram som stöd i analysen och bedömningen. Här kan exempelvis Riksgäldskontorets nya riskmått, Cost-at-Risk, ge kvantitativa indikationer på den aktuella finansiella risknivån i statsskulden.

### Utvärdering av Riksgäldskontoret

Riksgäldskontorets verksamhet utvärderas på två nivåer; dels de strategiska beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse, dels

den operativa förvaltning som kontoret bedriver. Därutöver sker en särskild utvärdering av upplåningen på privatmarknaden.

**Figur 2. Schema för utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut.**



### Riksgäldskontorets strategiska beslut

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

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

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

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

Utvärderingen av strategiska beslut bör så långt som möjligt ske genom kontrafaktiska jämförelser mellan tydligt differentierade och stiliserade skuldportföljer med avseende på förväntade kostnader och risk. Kostnaderna avser absoluta kostnader i termer av genomsnittlig emissionsränta. Ett av alternativen kan utgöras av en s.k. status quo-portfölj som utgår från att egenskaperna i skulden i utgångsläget behålls.

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

Beslut om fördelning av skulden mellan olika skuldsdrag kan sannolikt inte på ett meningsfullt sätt utvärderas kvantitativt med kontrafaktiska beräkningar utöver det fall där en ändring av skuldsdragens andelar primärt grundas på överväganden om kronkursens utveckling. Ökningstakten av realskulden skall vägas mot kostnader och risk i de övriga skuldsdragen.

### **Riksgäldskontorets operativa förvaltning**

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

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

Den operativa hanteringen av valutaväxlingarna skall styras genom att Riksgäldskontorets styrelse lägger fast en relativt jämn kostnadsmässigt neutral växlingsfördelning över tiden. Styrelsen skall också lägga fast tillåtna avvikelseintervall för den operativa förvaltningen. Inom dessa ramar kan kontoret sedan variera växlingarna under perioder då det framstår som särskilt oförmånligt. I efterhand kan sedan eventuella avvikelser utvärderas genom att beräkna kostnadsskillnader mellan den resultatmässigt neutrala växlingsbanan och den faktiska banan.

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

## 6 Bilaga: Valutaväxlingar – en uppföljningsrapport

**Regeringens bedömning:** Regeringen ansluter sig till Riksgäldskontorets bedömning att hanteringen av valutaväxlingarna har fungerat väl och att de av regeringen uppställda kraven på förutsägbarhet och transparens är uppfyllda.

### Bakgrund

Till följd av en ändring i förordningen (1996:311) med instruktion för Riksgäldskontoret får kontoret från och med den 1 juli 2002 växla kronor mot utländsk valuta med valfri motpart. Riksgäldskontoret har valt att utnyttja denna möjlighet och växlar inte längre via Riksbanken. Med anledning av att regeringen i regleringsbrevet för 2003 uppmanade Riksgäldskontoret att redovisa erfarenheterna av växlingar i egen regi har Riksgäldskontoret i årets riktlinjeförslag lämnat en uppföljningsrapport av valutaväxlingarna.

### Den operativa hanteringen

Riksgäldskontorets hantering av valutaväxlingar skall präglas av förutsägbarhet och tydlighet. Kontoret skall fastställa och offentliggöra riktlinjer för den operativa hanteringen av växlingarna.

I enlighet med regeringens riktlinjer görs växlingarna i princip jämnt fördelade över året och marknadens aktörer informeras i förväg om den ungefärliga omfattningen av nettotransaktionerna. I

och med detta säkerställs kravet på förutsägbarhet och transparens.

Växlingarnas omfattning styrs primärt av betalningar i utländsk valuta som härrör från att gamla lån förfaller, nya lån tas upp och räntor på utestående lån betalas. Då betalningarna sker vid olika kontrakterade tidpunkter köper kontoret utländsk valuta med förskjuten likvid (termin) för att jämna ut nettoväxlingarna över tiden.

Växlingarna genomförs enligt en bana som lagts fast av Riksgäldskontorets styrelse. Banan definieras som den prognostiserade nettoväxlingsvolymen under återstoden av året fördelat på antalet återstående månader. Växlingarna får avvika från banan med högst  $\pm 500$  miljoner kronor under en månad. Intervallet är nödvändigt, dels för att undvika onödigt höga transaktionskostnader, dels för att växelkursrörelser påverkar värdet av nettoväxlingarna i kronor. Så länge växlingarna håller sig inom intervallet har kontoret inte tagit någon aktiv position och resultatet är definitionsmässigt noll.

Riksgäldskontoret har möjlighet att ta aktiva positioner genom att skjuta på eller tidigarelägga växlingar. Kontoret har, med hänvisning till att sådan kortsiktig taktisk positionering ger små vinstmöjligheter, valt att hittills inte utnyttja denna möjlighet.

## Effekter av omläggningen

Det finns flera fördelar med att växlingarna sköts av Riksgäldskontoret. För det första får ändringar av amorteringsbeslut omedelbart genomslag på valutaväxlingarnas omfattning, vilket innebär en tydligare koppling mellan amorteringsbeslut, valutaväxlingar och statens samlade kostnader. För det andra innebär nyordningen att gränsdragningen mellan Riksbankens penningpolitik och Riksgäldskontorets statsskuldspolitik blir tydligare.

De eventuella effektivitetsvinster som skulle kunna uppstå i och med att Riksgäldskontoret genomför växlingarna är svåra att kvantifiera. Indikativa uppskattningar pekar dock på att hittills genomförda valutatransaktioner i genomsnitt skett till mer förmånliga kurser än vad som annars skulle varit fallet.

Regeringen bedömer, liksom Riksgäldskontoret, att hanteringen av valutaväxlingarna har fungerat väl och att de uppställda kraven på förutsägbarhet och transparens är uppfyllda.



## 7 Tekniskt appendix: Definitioner av centrala begrepp

### **Valutamandatets definition**

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

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

### **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 tre steg. Den ena delen innebär att upplåning i kronor genom ordinarie obligationsemissioner genomförs, dvs. kontoret får en skuld i kronor där kontoret betalar en lång statspappersränta. I nästa steg gör kontoret en ränteswapp, som innebär att kontoret mottar betalningar kopplade till en lång swappränta och i gengäld betalar

rörlig swappränta. Eftersom den långa swappräntan regelmässigt är högre än statspappersräntan gör kontoret här en besparing. Denna skillnad benämns swappspread.

Det tredje steget innebär att en kron/valutaswapp genomförs. Genom kron/valutaswappen får kontoret 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.

### **Duration**

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

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