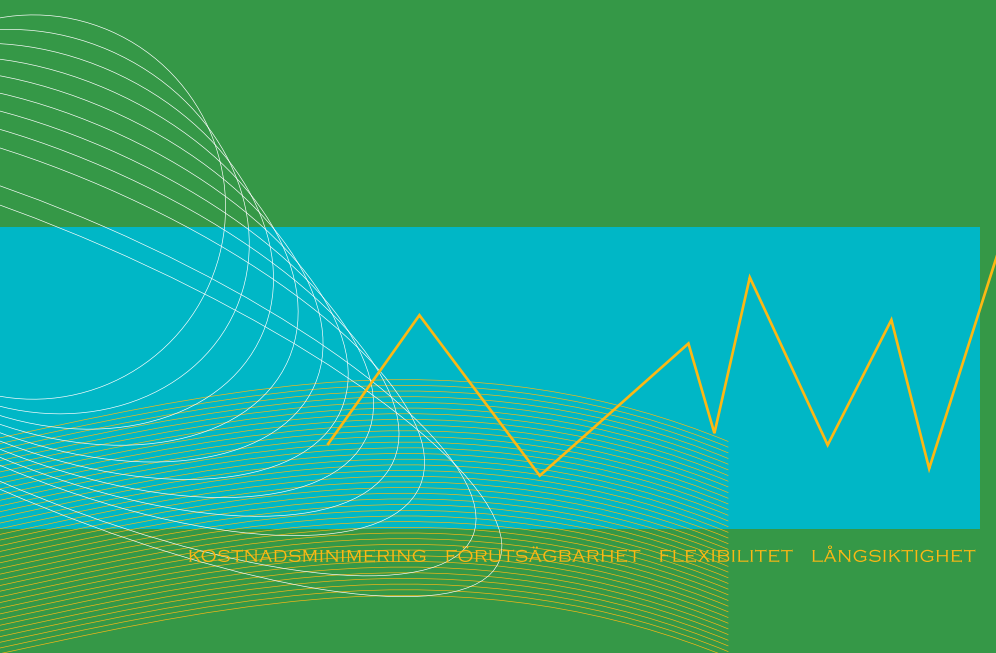


2006

# Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2006

Beslut vid regeringssammanträde  
den 10 november 2005



KOSTNADSMINIMERING FÖRUTSÄGBARHET FLEXIBILITET LÅNGSIKTIGHET



REGERINGSKANSLIET

# 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.....	10
<b>4</b>	<b>Riktlinjebeslut för statsskuldförvaltningen 2006</b> .....	<b>15</b>
	4.1 Valutaskuld.....	15
	4.2 Real kronskuld.....	19
	4.3 Nominell kronskuld.....	22
	4.4 Löptid.....	23
	4.5 Skuld- och marknadsvård.....	29
<b>5</b>	<b>Utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning</b> .....	<b>30</b>
<b>6</b>	<b>Uppdrag till Riksgäldskontoret</b> .....	<b>37</b>



# 1 Sammanfattning

Regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning har ett flerårigt perspektiv i syfte att skapa långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken. Årets beslut omfattar 2006–2008, men riktlinjerna för 2007 och 2008 är preliminära och kan komma att ändras i kommande års riktlinjebeslut.

Årets riktlinjebeslut innebär en fortsatt inriktning mot långsiktig riskdiversifiering av den svenska statsskulden. Andelen valuta-skuld skall därmed minska och andelen realskuld öka. Samtidigt fastställs riktvärdet för den reala andelen statsskuld till 20 procent på lång sikt. Motivet är främst att minska osäkerheten i fördelningen mellan nominell och real upplåning.

Löptidsriktlinjen i statsskulden behålls oförändrad jämfört med nuvarande riktlinjer. Bland annat anför regeringen att det visserligen blivit billigare att minska risken i statsskulden genom en förlängning av löptiden men att behovet av riskreducering i statsskuldspolitiken bedöms vara begränsat. En samlad bedömning leder till att det inte är lämpligt att nu ändra riktlinjen för statsskuldens löptid.

Målet om skuld- och marknadsvård förs in och tydliggörs i riktlinjerna för 2006. Marknadsvården får i ett långsiktigt perspektiv inte medföra högre lånekostnader i statens upplåning och skuldförvaltning.

Huvudpunkterna i regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning i övrigt är:

- Löptidsmättet för den nominella kron- och valutaskulden ändras från duration till genomsnittlig räntebindningstid. Riskmandatet för Riksgäldskontoret att ta räntepositioner anges fortsatt i termer av duration och omfattar såväl skuldförvaltningens strategiska som operativa nivå.

- Andelen valutaskuld skall på lång sikt minska till 15 procent av statsskulden. Valutaskulden skall amorteras med 25 miljarder kronor 2006 och med oförändrad inriktning 2007 och 2008. Runt detta riktvärde får Riksgäldskontoret avvika med  $\pm 15$  miljarder kronor.
- Andelen real kronaskuld skall långsiktigt öka till 20 procent av statsskulden. Regeringen anser även att ambitionen i tillväxttakten av den reala obligationsstocken kan minska något.
- Utöver real kronupplåning och upplåning i utländsk valuta skall statens finansieringsbehov täckas med nominella lån i kronor.
- Riktvärdet för den genomsnittliga räntebindningstiden skall vara 3,1 år för 2006 och med samma inriktning för 2007 och 2008. Riksgäldskontoret får ta räntepositioner på maximalt 0,5 års duration. Riskmandatet omfattar såväl strategisk som operativ nivå.
- Riksgäldskontoret skall genom skuld- och marknadsvårdande åtgärder bidra till att förbättra marknadens funktion. Sådana åtgärder får inte medföra att målet om långsiktig kostnadsminimering åsidosätts.

Regeringen förutsätter att de uppdrag om andelsstyrning och om ett samlat löptidsmått för hela statsskulden som tidigare efterfrågats fullföljs och levereras senast i nästa riktlinjeförslag hösten 2006.

## 2 Inledning

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

Riksdagens beslut från 1998 innebär att regeringen skall besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden senast den 15 november varje år. 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 21 september 2005 och Riksbankens remissyttrande (Fi 2005/4589) inkom den 17 oktober 2005. Remissyttrandet redovisas i avsnitt 4.4 Löptid. I samma avsnitt behandlas delar av Tjänstepensionsförbundets hemställan (Fi 2005/4550) om åtgärder med anledning av genomförandet av tjänstepensionsdirektivet.

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

## 3 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer

### 3.1 Statsskuldens sammansättning

Det övergripande målet för statsskuldspolitiken är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden 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.

Upplåningen och förvaltningen av statsskulden sker i tre skudslag:

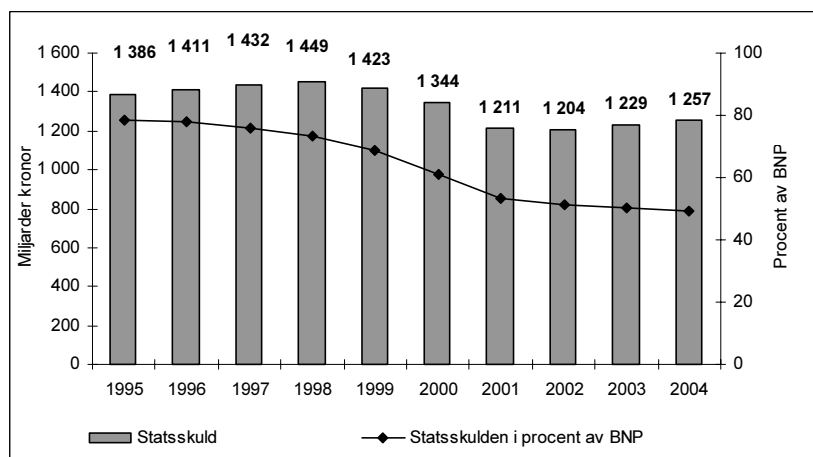
- Nominella lån i svenska kronor.
- Reala lån i svenska kronor.
- Nominella lån i utländsk valuta.

Skuldens egenskaper bestäms främst av fördelningen mellan de tre skudslagen samt val av löptid i respektive skudslag. Dessa storheter är tillsammans med skuldens absoluta storlek styrande för vilken total kostnad och samlad risk som kan förväntas i förvaltningen av statsskulden. Regeringens riktlinjebeslut utformas därför så att statsskulden sammantaget får de egenskaper som eftersträvas i förhållande till det långsiktiga målet. Avvikelser från riktlinjerna bör i sammanhanget betecknas som sekundära i förhållande till målet för statsskuld förvaltningen.

Statsskulden uppgick vid utgången av 2004 till 1 257 miljarder kronor, en ökning med 28 miljarder kronor jämfört med slutet av

2003.<sup>1</sup> Som andel av BNP uppgår statsskulden till knappt 50 procent. Regeringens riktlinjebeslut avser samtliga skuldförbindelser som Riksgäldskontoret emitterar, dvs. även sådana som innehas av andra statliga myndigheter. Skuldmåttet benämns okonsoliderad statsskuld.

**Diagram 1: Statsskulden 1995–2004 (miljarder kronor och procent av BNP).**



Källa: Riksgäldskontoret.

Anm. Från den 1 januari 2003 redovisas statsskulden enligt nya principer. I diagrammet har statsskulden justerats och redovisas för 1999–2004 enligt de nya principerna.

Nominella lån utgör traditionellt statens viktigaste finansieringskälla. Andelen nominella lån uppgick vid utgången av 2004 till 61 procent. Merparten av den nominella upplåningen sker i statsobligationer (lån med löptid över ett år vid emission). I skuldslaget nominella lån ingår även huvuddelen av upplåningen på privat-

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



marknaden som erbjuder Riksgäldskontoret möjligheter att bredda upplåningen till fler långivare såsom privatpersoner, mindre företag och organisationer. I upplåningen på privatmarknaden ingår bl.a. premieobligationer och Riksgäldspar. 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.

**Tabell 1. Statsskuldens storlek och sammansättning 2001–2004 samt per den 31 oktober 2005 (mdkr och procent).**

	2001	2002	2003	2004	2005
Nominell skuld i kronor	687	671	726	766	767
<i>Andel, procent</i>	<i>56</i>	<i>56</i>	<i>59</i>	<i>61</i>	<i>60</i>
Realräntelån	117	158	173	190	202
<i>Andel, procent</i>	<i>10</i>	<i>13</i>	<i>14</i>	<i>15</i>	<i>16</i>
Skuld utländsk valuta	407	375	330	301	309
<i>Andel, procent</i>	<i>34</i>	<i>31</i>	<i>27</i>	<i>24</i>	<i>24</i>
<b>Okonsoliderad statsskuld</b>	<b>1 211</b>	<b>1 204</b>	<b>1 229</b>	<b>1 257</b>	<b>1 278</b>

*Källa:* Riksgäldskontoret.

*Anm:* Skuld i utländsk valuta är omvärderad till valutakurser vid respektive årsslut. Fr.o.m. 2003 redovisas statsskulden enligt ett nytt och mer rättvisande mått (se exempelvis Riksgäldskontorets årsredovisning 2002). För jämförbarhetens skull har statsskulden för 2000–2002 i tabellen räknats om för att motsvara den nuvarande definitionen.

Realräntelån fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj då de ger möjlighet till diversifiering av statsskulden utöver nominell kron- och valutaupplåning. Den samlade risken i statsskulden kan därmed minskas. Mängden realränteobligationer har sedan emissionsstarten 1994 stadigt ökat och vid slutet av 2004 uppgick andelen till omkring 15 procent av statsskulden.

Under andra halvan av 1990-talet låg andelen valutaskuld stabil runt 30 procent av statsskulden för att åter öka något i början av 2000-talet. Under de senaste åren har dock valutaandelen minskat kraftigt och i slutet av 2004 utgjorde valutaskulden 24 procent av statsskuldens värde. Den lägre valutaandelen förklaras framför allt av kronförstärkningen under 2002 och 2003, men även de senaste årens amorteringar av valutaskulden har bidragit till minskningen. 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 de senaste åren har detta varit den dominerande tekniken att skapa valutaskuld. Skuldskötselinstrumenten svarar i dag för nära hälften av den utländska skuldens värde.

## 3.2 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet

**Regeringens utgångspunkter:** Årets riktlinjebeslut är liksom tidigare treårigt och avser åren 2006–2008. Riktlinjerna för 2007 och 2008 är preliminära och kan komma att ändras.

Löptidsmålet för den nominella kron- och valutaskulden ändras från duration till genomsnittlig räntebindningstid.

Mandatet för Riksgäldskontoret att ta räntepositioner bör fortsatt anges i termer av duration och omfatta såväl strategisk som operativ nivå i verksamheten.

### Centrala ställningstaganden i tidigare års riktlinjer

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

#### Tidsperspektiv och framförhållning i statsskuldspolitiken

Regeringens riktlinjer utformas med ett längre och strategiskt tidsperspektiv och ger framför allt uttryck för statens syn på avvägningen mellan förväntad kostnad och risk i statsskuldsköningen. Riktlinjerna ska normalt inte baseras på hur marknadsförhållanden utvecklas, exempelvis vad gäller växelkurser, räntenivåer eller prognoser på dessa. Det är i första hand Riksgäldskontoret som har till uppgift att löpande följa och anpassa sitt agerande inom ramen för den flexibilitet som regeringens riktlinjer erbjuder. Detta utesluter dock inte att regeringen i riktlinjerna i vissa undantagsfall tar hänsyn till aktuella förhållanden på de finansiella marknaderna eller att regeringen tvingas agera under pågående

verksamhetsår. Ett exempel på detta är den svenska kronans depreciering 2001–2002 då regeringen av kostnadsskäl valde att bromsa amorteringen av valutaskulden i ett läge då kronan väsentligen avvek från vad som bedömdes vara en fundamentalt motiverad nivå. Det bör dock understrykas att sådana anpassningar alltid måste falla inom ramen för det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

Regeringens riktlinjer bör därmed utformas med en strategisk och flerårig inriktning. Det förhållande att det tar tid att påverka statsskuldens egenskaper, t.ex. vad gäller skuldsammansättning och löptidsförändringar, stärker argumenten för långsiktighet och framförhållning. Regeringen har valt att anlägga ett treårigt perspektiv i riktlinjerna, bl.a. då det funnits naturligt att riktlinjerna sträcker sig över samma tidshorisont som utgiftstaken i statsbudgeten normalt utformas i.

### **Kostnads- och riskmått i statsskuld förvaltningen**

I tidigare riktlinjeförslag och beslut behandlas hur skuldens förväntade kostnad och risk skall definieras och mätas. I riktlinjebeslutet från 2000 angav regeringen att vid överväganden om statsskuldens sammansättning och löptid bör kostnaderna mätas som genomsnittlig emissionsränta. Risken bör mätas som variationen i den genomsnittliga emissionsräntan, vilket ger ett mått på sannolikheten för stigande emissionsräntor.

Regeringen beslutade vid samma tidpunkt att risken i statsskuld förvaltningen även bör mätas som skuldportföljens bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. Inspirationen till detta kompletterande reala riskmått kommer från den s.k. Asset and Liability Management (ALM)-teorin. Den grundläggande idén är att finansiella risker kan minimeras genom att skuldernas egenskaper matchas mot tillgångarnas. I en statsskuldspolitisk tillämpning innebär detta att staten kan minska risken i skuldportföljen genom att sätta samman en skuldportfölj vars räntekostnader samvarierar med budgetsaldot (exklusive räntor). Det innebär att en skuldportfölj som normalt sett har låga kostnader när statsfinanser-

na är ansträngda (t.ex. till följd av en lågkonjunktur) är mindre riskfylld än en portfölj som har höga kostnader i ett sådant läge.

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).

## Analysen inför årets riktlinjeförslag

### **Nytt Löptidsmått – genomsnittlig räntebindningstid**

Riksgäldskontoret föreslår ett byte av löptidsmått för statsskulden, från genomsnittlig duration till genomsnittlig räntebindningstid. Skillnaden mellan måtten är att duration påverkas av rådande marknadsräntor, vilket inte är fallet med räntebindningstid. Räntebindningstid beräknas i stället genom att tiden till varje kassaflöde vägs med kassaflödets nominella värde utan diskontering. Riktvärdet för löptiden (mätt i termer av räntebindningstid) i den samlade nominella kron- och valutaskulden föreslås sättas till 3,1 år. Det motsvarar det nuvarande riktvärdet på 2,5 års duration.

Riksgäldskontoret anför att ett löptidsmått som påverkas av ändringar i marknadsräntorna kan ge oönskade och svårtförutsägbara konsekvenser i skuldförvaltningen. Om räntorna stiger så tvingas kontoret låna på längre löptider för att kompensera för nedgången i durationen (och tvärtom) vilket inte är en önskvärd egenskap hos styrsystemet. Det man vill kontrollera med valet av löptid är ränteomsättningsrisken, dvs. risken för stora svängningar i räntekostnaderna för statsskulden till följd av att skulden måste sättas om. Detta kan göras genom att styra sammansättningen av obligationer med kort och lång löptid. Därför är det mer ändamålsenligt med ett styrmått som inte påverkas av ändringar i marknadsräntorna, eftersom sammansättningen av kort och lång löptid då blir oberoende av ränteläget.

Förutom riskaspekten finns det även mer praktiska motiv för ett byte av löptidsmått. Det är lättare att styra skulden mot ett riktvärde uttryckt i räntebindningstid jämfört med duration, eftersom räntebindningstiden inte påverkas av förändringar i ränteläget. En annan fördel är att upplåningsplanerna får en tydligare koppling till lånebehovsprognoserna. Med duration som riktvärde är det inte givet att ett ökat lånebehov leder till större volymer i obligationsemissioner. Exempelvis kan ett ökat lånebehov i kombination med sjunkande räntor innebära att emissionsvolymerna i obligationer sänks. Detta beror på att lägre räntor, allt annat lika, leder till ökad duration vilket måste kompenseras genom att minska löptiden i upplåningen.

Regeringen konstaterade så sent som i vårens utvärdering av statsskuldspolitiken (2004/05:104) att stora och oförutsedda ränterörelser riskerar att komplicera styrningen av löptiden i den nominella skulden och påverka Riksgäldskontorets emissionsplaner. I värsta fall kan kontoret tvingas välja mellan att följa löptidsriktlinjen eller att upprätthålla en likvid obligationskurva och stabila förhållanden på svensk räntemarknad. Det finns därmed skäl att ifrågasätta ett mått som i så stor utsträckning påverkas av förhållanden utanför kontorets kontroll och som reellt riskerar att påverka skuldförvaltningen i en oönskad riktning.

Regeringen vill betona vikten av att statsskuldspolitiken är transparent och förutsägbar och att det löptidsmått som används styr sammansättningen av kort och lång upplåning på ett robust och ändamålsenligt sätt. Detta talar för räntebindningstid som styrmått vilket även kontorets argument stöder. Det som talar mot är att durationsmåttet är ett internationellt vedertaget begrepp i finansvärlden och att måttet även innehåller information om ränterisken i en viss position/löptid. Regeringen anser dock att skälen för att byta till genomsnittlig räntebindningstid överväger.

### **Principer för limiter för räntepositioner**

Riksgäldskontoret föreslår att riskmandatet för räntepositioner uttrycks i termer av duration (år) och inte som en avvikelse mot ett

löptidsriktvärde. Mandatet för räntepositioner föreslås omfatta hela skuldförvaltningsverksamheten, dvs. både strategisk och operativ nivå. Kontoret bör, via styrelsen, kunna fördela riskmandatet mellan de båda nivåerna.

I gällande riktlinjer kan Riksgäldskontoret avvika från löptidsriktvärdet för den nominella kron- och valutaskulden med  $\pm 0,3$  års duration. Bytet av löptidsmått till genomsnittlig räntebindningstid (se ovan) kräver att avvikelsemandatet ses över.

Regeringen delar Riksgäldskontorets syn i frågan och anser att duration är ett lämpligt mått för riskmandatet i ny utformning. Ett skäl är att duration uttrycker hur räntekänslig en position är, dvs. hur mycket värdet på positionen förändras om räntan ändras. Dessutom är durationsmålet i linje med hur räntepositioner normalt ska utvärderas. Exempelvis tas strategiska positioner i syfte att under en begränsad tid utnyttja mer långsiktiga avvikelser i räntemarknaden och därmed minska kostnaderna för statsskulden. Sådana positioner skall i första hand utvärderas i termer av marknadsvärden, vilket innebär att ett mått på ränterisken i positionen är att föredra (se även avsnittet om utvärdering). På operativ nivå utvärderas den aktiva valutaförvaltningen i marknadsvärdestermer.

Regeringen anser vidare att Riksgäldskontorets skall ha möjlighet att fördela tilldelat riskmandat mellan strategisk och operativ nivå. Tidigare riktlinjebeslut har angett att kontoret har ett utrymme för strategiska positioner baserat på bedömningar av den mer långsiktiga ränteutvecklingen men att räntepositioner i den aktiva/operativa förvaltningen av valutaskulden i viss mån begränsar möjligheterna till positionering på strategisk nivå. Detta indikerar att regeringen avsett att avvikelsemandatet i löptid skall omfatta ränterisken i hela kontorets statsskuldförvaltning. Regeringen ser inga skäl att frångå den rådande principen.

## 4 Riktlinjebeslut för statsskuldsförvaltningen 2006

### 4.1 Valutaskuld

**Regeringens beslut:** Andelen valutaskuld skall på lång sikt minska till 15 procent av statsskulden. Riktvärdet för valutaskuldens amortering 2006 fastställs till 25 miljarder kronor. Amorteringstakten för 2007 och 2008 bör vara oförändrat 25 miljarder kronor per år.

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

**Riksgäldskontorets förslag:** Andelen valutalån i statsskulden bör långsiktigt minska till 15 procent. Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2006 föreslås sättas till 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör få avvika från riktvärdet med  $\pm 15$  miljarder kronor. Inriktningen för amorteringstakten för 2007 och 2008 föreslås vara 25 miljarder kronor per år.

**Skälen för regeringens beslut:** I det längre perspektivet talar riskargument för att valutaskulden bör minskas. Ett motiv till detta är att valutaskuld är mer riskfylld än nominell kronskuld, eftersom den är förknippad med växelkursrisk. Ett annat skäl är att det bör finnas utrymme att öka valutaupplåningen vid en eventuell krissituation. Valutaupplåning är ett flexibelt instrument. En erfarenhet från 1990-talets ekonomiska kris är att när lånebehovet ökar kraftigt kan det vara fördelaktigt att låna i utländsk valuta. Dels minskar det trycket på den inhemska räntemarknaden, dels kan det ge



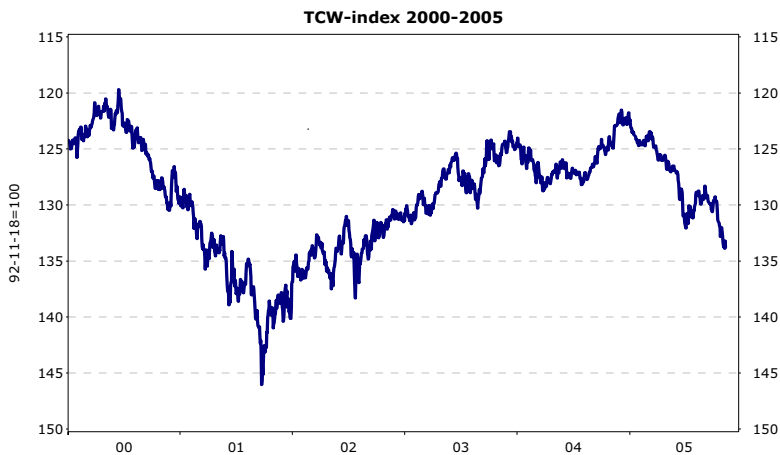
kostnadsfördelar i den mån stora lånebehov pressar upp de inhemska räntorna och försvagar kronan. För att staten ska ha goda förutsättningar att snabbt låna upp stora volymer i utländsk valuta får dock inte valutaskulden vara alltför stor i utgångsläget. Valutaskulden bör dock inte avvecklas helt eftersom den bidrar till att diversifiera statsskulden i termer av ränteomsättningsrisk. Genom att inkludera valutaskuld i statsskulden minskar exponeringen mot den svenska räntan.

Sammanfattningsvis är valet av valutaskuldens andel en avvägning mellan valutaskuldens positiva egenskaper och valutarisken. Regeringen anser att det nuvarande riktvärdet på 15 procent ger en rimlig avvägning mellan dessa faktorer. Inriktningen för den långsiktiga andelen valutaskuld skall därför även fortsättningsvis vara 15 procent.

I 2005 års riktlinjebeslut angavs amorteringstakten för valutaskulden till 25 miljarder kronor per år 2005–2007, vilket utgör utgångspunkten för årets riktlinjebeslut. Regeringen ser inga skäl till att frånga den fastslagna inriktningen. Amorteringstakten för 2006–2008 bör vara 25 miljarder per år.

Vid oförändrad statsskuld och en stabil kronkurs innebär en årlig amorteringstakt om 25 miljarder kronor att valutaandelen enligt Riksgäldskontoret når målandelen 2009. Det innebär att staten under ännu ett antal år kommer att ha en valutaskuld som är större än den långsiktigt önskvärda. Till följd av att den svenska ekonomin är förhållandevis stark bedöms inte detta innebära några större problem.

Den svenska kronan har utvecklats svagare än förväntat under 2005. Kronan noteras nu avsevärt under de växelkursnivåer som prognostiserades i budgetpropositionen för 2006.

**Diagram 2: Den svenska kronans utveckling 2000-2005 (TCW-index)**

Riktlinjerna och den långsiktiga inriktningen av valutaamorteringstakten skall normalt inte påverkas av rådande växelkurser eller kortsiktiga prognoser över växelkursutvecklingen. Det är i stället Riksgäldskontoret som, baserat på en strategisk syn på kronkursens utveckling, primärt har ansvaret för att anpassa amorteringstakten inom givet valutamandat. I det fall Riksgäldskontoret väljer att utnyttja avvikelsemandatet för valutaamorteringarna, tas riktlinjen för valutaskulden upp för förnyat övervägande. Regeringen följer utvecklingen noga.

I nuläget anser regeringen att det inte är påkallat att i riktlinjebeslutet avvika från den långsiktiga amorteringsinriktning som slogs fast i förra årets riktlinjebeslut, givet att den svenska kronans försvagning bedöms som temporär. Det bör även påpekas att statsfinanserna och ekonomin i övrigt är i bättre skick än vid de tidigare tillfällen (2001 och 2002) då regeringen av kostnadsskäl ansåg det nödvändigt att reducera amorteringarna av valutaskulden. Dessutom utgjorde valutaskulden vid dessa tillfällen över 30 procent av statskulden jämfört med 24 procent idag vilket innebär att stats-

skulden och statsfinanserna torde vara betydligt mindre exponerade för valutakursrisk nu än då.

Riksgäldskontoret bör även fortsättningsvis ha möjlighet att avvika från den angivna amorteringstakten med  $\pm 15$  miljarder kronor. Beslut om avvikelser från riktvärdet skall i första hand grundas på strategiska bedömningar av kronkursens utveckling. Andra bevekelsegrunder kan vara kraftiga förändringar i statens lånebehov, utjämning av lånebehov mellan åren och kraftiga förändringar i lånevillkoren på den svenska räntemarknaden.

**Tabell 2: Valutaupplåning och valutaskuld, statens lånebehov, okonsoliderad statsskuld förändring och storlek samt TCW-index (mdkr och procent).**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Reg. riktlinjer, valutaupplån., netto	-25	-25	-25	-25	-25	-25
Valutaskuldens andel, procent <sup>1</sup>	27	24	23	20	-	-
Statens lånebehov <sup>2</sup>	47	50	28	36	22	12
Okonsoliderad stats-skuld, storlek <sup>2,3</sup>	1 229	1 257	1 305	1 335	1 356	1 368
Okonsol. statsskuld i procent av BNP <sup>3</sup>	50	49	50	48	47	45
TCW – slutkurser respektive år	128	122	127	124	121	121

*Källa:* Finansdepartementet och budgetpropositionen för 2006.

<sup>1</sup> För 2005 och 2006 redovisas Riksgäldskontorets prognos i statsupplåning 2005:3 (oktober 2005).

<sup>2</sup> Lånebehovet ett givet år är inte liktydigt med förändringen i statsskuldens storlek. Hänsyn måste tas dels till valutaskuldens värdeförändring, dels till transaktioner som påverkar lånebehovet men inte den redovisade statsskulden och tvärtom.

<sup>3</sup> Med okonsoliderad statsskuld avses den skuld som förvaltas och redovisas av Riksgäldskontoret, utan hänsyn till skuldinstrument som hålls av statliga myndigheter.

## 4.2 Real kronskuld

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

**Riksgäldskontorets förslag:** Riksgäldskontoret föreslår att riktlinjen för realskulden behålls oförändrad, dvs. att andelen reallån i statsskulden långsiktigt ökas till 20–25 procent. Ökningstakten bör vägas av mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnader för upplåningen i andra skuldsdrag med beaktande av risk.

**Skälen för regeringens beslut:** Regeringen har sedan riktlinjerna för 2001 strävat efter att långsiktigt öka andelen reallån i statsskulden. Det främsta skälet är att risken i statsskulden minskar. Reala instrument har i många delar motsatta riskegenskaper jämfört med nominella kroninstrument, vilket innebär att statsskulden bör innehålla båda typerna av skuld. På så sätt ger en ökad andel realskuld en ökad riskdiversifiering av statsskulden och minskade risker för kraftiga variationer i statens räntekostnader. På lång sikt kan dessutom real upplåning förväntas vara billigare än motsvarande nominell upplåning, eftersom investerare kan antas vara villiga att betala en premie för skydd mot inflationsosäkerhet. Staten kan därmed låna billigare genom att ta över inflationsrisk från investerarkollektivet. Ju större osäkerhet om den framtida utvecklingen i inflation, desto större är sannolikt inflationsriskpremien.

I förra årets beslut kvantifierades den reala riktlinjen genom att regeringen ställde sig bakom Riksgäldskontorets förslag om att andelen reallån långsiktig skall öka till 20–25 procent. Vid dessa andelnivåer bedömdes realskulden medge en realobligationsmarknad med tillräcklig likviditet samtidigt som likviditeten på

den nominella kronobligationsmarknaden inte bedömdes påverkas negativt. Som Riksgäldskontoret också påpekar så är det av strategisk vikt att den nominella upplåningen fungerar väl och att olika typer av riskpremier inte tillåts driva upp statens räntekostnader. Den reala skuldandelen uppgick till 202 miljarder kronor eller ca 16 procent per den 31 oktober 2005 och har stigit med över en procentenhet per år sedan 2001.

Inför årets riktlinjebeslut hade Riksgäldskontoret i uppdrag att närmare analysera hur ett samlat löptidsmått för hela statsskulden bör definieras och hanteras. Syftet var att nå en bredare analys och beslutsunderlag för hur statsskuldens reala och nominella delar samspelar med varandra och vilka statsskuldspolitiska överväganden som följer av detta. Uppdraget, som endast till del fullgjorts i årets riktlinjeförslag, tas åter upp i nästa års riktlinjeförslag.

Regeringen vill betona vikten av en övergripande syn och balans mellan den nominella och reala upplåningen i statsskulden. Utbudet av instrument i de båda delarna av statsskulden kan betraktas som kommunicerande kärl; en utebliven emission av realobligationer innebär ökade emissioner av nominella instrument. Det finns därför en risk att riktlinjen i sin nuvarande utformning, främst på längre sikt, skapar en osäkerhet om fördelningen mellan den reala och den nominella upplåningen på kronobligationsmarknaden. Det torde vara skillnad på om realobligationsstocken framöver ska ökas med 50 miljarder kronor från nuvarande stocknivå eller om ökningen ska vara över 100 miljarder kronor. En sådan osäkerhet kan antas vara särskilt besvärligt under perioder då låne- och emissionsbehov är små eller om statsskulden är under anpassning till en kortare genomsnittlig löptid.

Regeringen väljer därför att slå fast den nedre delen av nuvarande målintervall (dvs. 20 procent) som riktvärde för den reala skuldandelen i avvaktan på Riksgäldskontorets analys i frågan. Beslutet stöds även av att det reala andelsintervallet 2005 avsågs att vara temporärt tills det närmare slagits fast vilken real målandel som bör betraktas som optimal. Det finns inget som hindrar att regeringen senare omvärderar den reala målandelen i det fall starka skäl skulle framkomma för detta.

Regeringen anser även att ambitionen i tillväxtstakten av realstocken kan minska något. Ett skäl är att stocken realobligationer nu närmar sig den storlek och kritiska massa som kan anses tillräcklig för stabila emissionsförhållanden och funktionalitet på marknaden för reala instrument. Den förmånliga utvecklingen i lånebehovet och nuvarande låga räntenivåer innebär även att behovet av en snabb riskdiversifiering har minskat något. Dessutom kan det vara påkallat med en viss försiktighet i fördelningen mellan real och nominell kronskuld inför 2006 då nya regler för tjänstepensioner förväntas träda i kraft och efterfrågan på främst nominella instrument förväntas öka.

Sammantaget anser regeringen att detta talar för en något långsammare uppbyggnad av realobligationsstocken framöver. Detta kan exempelvis ske genom att Riksgäldskontoret beslutar om en lägre emissionstakt netto av realobligationer än vad som varit fallet de senaste åren. Det bör påpekas att utvecklingen i lånebehovet och statsbudgeten – allt annat lika – innebär att den reala andelen ökar snabbare än vad som tidigare prognostiserats.

Det bör dock klargöras att det är Riksgäldskontoret, liksom tidigare, som svarar för avvägningen mellan att minimera de förväntade kostnaderna och att reducera risken i förvaltningen. Kontoret har därmed även fortsättningsvis att väga ökningstakten i realupplåning mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för de andra skuldslagen med beaktande av risk.

### 4.3 Nominell kronskuld

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

**Riksgäldskontorets förslag:** Riktlinjerna för statsskuldshövaltningen bygger på att skulden delas in i tre komponenter; valutaskuld, real kronskuld och nominell kronskuld. Med riktlinjer angivna för real upplåning och upplåning i utländsk valuta följer definitionsmässigt att statens finansieringsbehov i övrigt ska täckas med nominella lån i kronor.

**Skälen för regeringens beslut:** Den nominella kronmarknaden utgör statens viktigaste finansieringskälla och har de senaste åren uppgått till runt 60 procent av statsskulden. Givet ambitionen att amortera valutaskuld, begränsningarna i möjligheterna att emittera realobligationer och fortsatta lånebehov i statsfinanserna kommer den nominella upplåningen att även framöver utgöra statens viktigaste källa till finansiering. Genom Riksgäldskontorets regelmässiga auktioner i nominella obligationer och statsskuldväxlar kan de förändringar som uppstår i bruttolånebehovet under ett budgetår enkelt hanteras. Kronmarknaden fungerar därmed också som en buffert vid svängningar i statens lånebehov eller om planerna för de övriga skuldslagen skulle förändras.

## 4.4 Löptid

**Regeringens beslut:** Riktvärdet för den genomsnittliga räntebindingstiden skall vara 3,1 år 2006. Inriktningen för 2007 och 2008 är att löptiden skall vara oförändrad.

Riksgäldskontoret får ta räntepositioner på maximalt 0,5 års duration.

**Riksgäldskontorets förslag:** Riksgäldskontoret har särskilt analyserat frågan om utvecklingen på räntemarknaden ger skäl att ändra nuvarande riktvärde för löptiden. Kontoret menar att det finns tecken på att en mer varaktig förändring i relationen mellan korta och långa löptider kan vara på väg, men det finns samtidigt skäl att avvakta med ett beslut om en förlängning av löptiden för att kunna göra en mer välgrundad bedömning av förändringens karaktär. Dagens ränteskillnad mellan kort och lång ränta (upp till 10 år) bedöms inte heller vara anmärkningsvärt låg, sett i ett historiskt perspektiv. Riksgäldskontoret föreslår därför ett oförändrat riktvärde för löptiden (mätt i termer av räntebindingstid) i den samlade nominella kron- och valutaskulden på 3,1 år 2006. Det motsvarar i princip det nuvarande riktvärdet på 2,5 års duration. Inriktningen bör vara oförändrad 2007 och 2008.

**Skälen för regeringens beslut:** Regeringen beslutade att sänka riktvärdet för den genomsnittliga durationen i den nominella kron- och valutaskulden från 2,7 år till 2,5 år i slutet av 2005. Detta gjordes i syfte att minska kostnaderna för statsskulden. Eftersom löptiden i den totala skulden ökat till följd av att realupplåningen ökat och valutaupplåningen minskat, bedömde regeringen att det fanns ett utrymme för kortare löptid i den nominella skulden utan att öka den samlade risken i någon större utsträckning.

Regeringen noterar att några ovanliga förhållanden på räntemarknaden har framträtt under året. Lutningen på den svenska avkastningskurvan har blivit flackare under 2005. Efterfrågan på långa svenska nominella obligationer kan sägas ha varit stark.



Samtidigt befinner sig korta och långa räntor på historiskt låga nivåer. Några orsaker som brukar nämnas till detta är att asiatiska länders sparandeöverskott kanaliseras till amerikanska och europeiska obligationsmarknader samtidigt som privat pensionssparande i ökad grad placeras i långa nominella obligationer. Samtidigt har en låg inflation i många länder gett utrymme för låga korta räntor. Sammantaget är det ovanligt att skillnaden mellan lång och kort löptid är så pass liten samtidigt som de korta räntorna ligger på en låg nivå. Förhållandena beror dels på en internationell utveckling, dels på mer specifikt svenska förhållanden såsom spekulationer kring effekterna av den nya tillsynsmodellen för livförsäkringsbolag som Finansinspektionen avser att införa vid årsskiftet.

Regeringen bedömer dock att dessa förhållande inte utgör tillräckliga skäl för att nu besluta om en förlängning av löptiden i statsskulden. Lutningen på den svenska avkastningskurvan i ett långsiktigt perspektiv är en nyckelfråga när regeringen har att avgöra avvägningen mellan förväntad kostnad och risk i statsskuldspolitiken. En relativ flackare avkastningskurva innebär – allt annat lika – att det blir billigare att minska risken i statsskuldspolitiken genom att förlänga löptiden i den nominella delen av statsskulden. Den svenska avkastningskurvans avtagande lutning under 2005 skulle därmed i sig kunna utgöra ett motiv för en förlängning av den genomsnittliga löptiden i skulden. Mot detta kan dock anföras att lutningen i ett historiskt perspektiv inte kan betecknas som särskilt flack, i alla fall inte i löptider upp till 10 år. En annan aspekt är hur länge kurvans flackhet kan bestå. Flera faktorer, såsom väl förankrade inflationsförväntningar och förändrade demografiska sparandemönster, talar för att strukturella förändringar i efterfrågan på långa obligationer kan vara på väg att utvecklas. Det är emellertid för tidigt att avgöra om förändringarna är av varaktig karaktär eller inte.

Till detta kan läggas att även om det blivit billigare att minska risken genom en förlängning av löptiden så bedöms behovet av riskreducering i statskuldspolitiken vara begränsat. Statsfinanserna utvecklas fortsatt relativt väl med ett lånebehov och en statsskuld i termer av BNP som beräknas falla de närmaste åren. Dessutom

bedöms riskdiversifieringen med en ökad andel realskuld fortsätta. En samlad bedömning ger därför vid handen att det nu inte är lämpligt att ändra riktlinjen för statsskuldens löptid.

**Tabell 3. Räntebindningstid och duration (inom parentes) i den nominella statsskulden vid slutet av respektive år.**

	2001	2002	2003	2004
Nominell kronskuld	3,3 (2,7)	3,1 (2,6)	3,3 (2,8)	3,8 (3,1)
Valutaskuld	2,7 (2,2)	2,6 (2,3)	2,6 (2,2)	2,2 (1,9)
Realskuld	11,2 (9,6)	12,4 (10,8)	12,4 (11,0)	11,9 (10,9)
Totalt exkl. realskuld	3,1 (2,5)	3,0 (2,5)	3,1 (2,6)	3,3 (2,8)
Totalt inkl. realskuld	4,0 (3,1)	4,4 (3,6)	4,6 (3,8)	4,8 (4,1)

*Källa:* Riksgäldskontoret.

I avsnitt 3.2 pekar regeringen på att riktlinjebesluten skall bygga på grundläggande egenskaper hos de olika skuldinstrumenten och normalt inte baseras på rådande räntenivåer, valutakurser eller prognoser för dessa. Det är alltså inte primärt regeringen som ska agera om marknadsläget öppnar möjligheter till att uppnå fördelar i statsskuldspolitiken. Regeringen vill därför betona att det är Riksgäldskontoret som har till uppgift att löpande följa marknadsutvecklingen och anpassa sin upplåning när tillfälle bedöms uppstå. Kontoret har även tilldelats ett utrymme för att kunna ta positioner baserat på bedömningar av ränteutvecklingen. Regeringen förutsätter att Riksgäldskontoret utnyttjar detta utrymme om det är motiverat utifrån ett kostnadsperspektiv och i övrigt inte strider mot vad som följer av en god marknadsvård. I detta ligger också att kontoret bör ta tillvara möjligheten att minska risken i statsskulden om detta är möjligt utan att kostnaderna för statsskulden blir högre.

### **Riksgäldskontorets riskmandat för räntepositioner**

I avsnitt 3.2 anger regeringen principerna för hur riskmandatet för räntepositioner ska utformas. Räntepositioner skall anges i duration och omfatta ränterisken i hela skuldförvaltningen, dvs. både

räntheositioner på strategisk nivå och räntheositioner i den aktiva förvaltningen i utländsk valuta. Riksgäldskontoret föreslår att kontoret får ta räntheositioner i den nominella skulden på maximalt 0,5 års duration. Detta beräknas ge ett positionsutrymme för räntherisk på totalt 5,7 miljarder kronor<sup>2</sup>.

Regeringen anser att det är viktigt att Riksgäldskontoret ges ett reellt utrymme att ta positioner när riktlinjerna så tillåter och det bedöms lämpligt. I gällande riktlinjer kan Riksgäldskontoret avvika med  $\pm 0,3$  års duration från löptidsriktvärdet i den nominella kron- och valutaskulden. Regeringen har därtill angett att positionstagande i den aktiva förvaltningen i utländsk valuta (operativ nivå) i viss mån begränsar kontorets möjligheter till strategiska räntheositioner. Den aktiva förvaltningen har enligt årsredovisningen tilldelats ett utrymme för räntheositioner om cirka 0,2 års duration de senaste åren. I ljuset av detta förefaller utrymmet för strategiska räntheositioner vara väl snålt tilltaget.

Regeringen ställer sig därför bakom Riksgäldskontorets förslag om ett riskmandat för räntheositioner på maximalt 0,5 års duration. Formellt synes detta ge kontoret ökat utrymme att ta på sig räntherisk, men i praktiken innebär det ingen större förändring jämfört med i dag. Nuvarande strategiska löptidsmandat har i allt väsentligt uppfattats som fristående från räntheriskerna på operativ nivå. Enligt Riksgäldskontoret uppgår den maximala räntherisken till 5,7 miljarder kronor vilket framstår som rimligt, särskilt då kontoret tidigare visat sig utnyttja tilldelat riskmandat i den aktiva förvaltningen i utländsk valuta i begränsad omfattning.

### **Riksbankens remissyttrande (Fi 2005/4589)**

Riksbanken anger i sitt remissvar att Riksgäldskontorets förslag förefaller rimligt utifrån ett statsskuldpolitiskt perspektiv, men att det kan finnas anledning för staten att väga in andra aspekter i

<sup>2</sup> Räntherisken är beräknad på ett marknadsvärde för den nominella skulden på 1 138 miljarder kronor per den 31 juli 2005 (Riksgäldskontorets beräkningar).

riktlinjebeslutet. Riksbanken pekar på utvecklingen mot ökat pensionssparande samtidigt som ansvaret för sparande i ökad utsträckning flyttas från offentlig sektor till individer och hushåll. Denna process skulle underlättas om det fanns tillgång till obligationer med löptider som bättre än i dag överensstämmer med de långsiktiga sparbehoven. Staten skulle därmed i ett vidare perspektiv ha intresse av att ge ut obligationer med lång löptid. Liknande synpunkter har även framförts från andra håll, exempelvis i Tjänstepensionsförbundets hemställan (Fi 2005/4550) till regeringen om att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att emittera obligationer med lång löptid.

Regeringen bedömer att det som framförts i remissvar och hemställan primärt inte ligger inom ramen för det statsskuldspolitiska målet eller nuvarande mandat för Riksgäldskontoret. Det är i princip tveksamt att låta andra överväganden än kostnads- och riskmässiga ligga till grund för utformningen av skuldförvaltningen.

Den ökade efterfrågan på obligationer med lång löptid är inte ett specifikt svenskt fenomen utan en internationell företeelse. De flesta skuldförvaltare opererar under mandat om långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk. Inom ramen för detta mål har vissa förvaltare, främst större sådana, funnit utrymme att emittera långa statspapper och därigenom tillhandahållit riskfria referensräntor i den långa änden av avkastningskurvan. Här kan bl.a. Storbritannien, Frankrike och Italien nämnas som under 2005 emitterat statspapper med mycket lång löptid.

För mindre skuldförvaltare, såsom Riksgäldskontoret, är möjligheterna att skapa god likviditet i många löptider mer begränsade. Skuldens genomsnittliga löptid och utvecklingen i statens lånebehov avgör i stor utsträckning hur långt ut på avkastningskurvan staten kan emittera utan att det får negativa konsekvenser för likviditet och emissionsförhållanden i andra löptider. Dagens svenska förhållanden med ett begränsat lånebehov och en relativt kort löptid i skulden i ett internationellt perspektiv innebär att det är problematiskt att emittera och bygga upp likvida obligationslån i de mycket långa löptidssegmenten. Sådana emissioner måste med

hänsyn till det övergripande målet för skuldförvaltningen sannolikt avvisas.

Det hindrar inte att det av andra skäl kan bli aktuellt med en ökning i utbudet av långa statspapper framöver jämfört med 2005. Exempelvis påverkas utbudet av obligationer särskilt mycket under perioder då löptiden i statsskulden kortas, såsom under 2005. Emissionerna av långa statspapper kan därför förväntas öka när väl anpassningen till en kortare bindningstid är genomförd.

Det bör även påpekas att staten inte är den enda emittenten på räntemarknaden. Andra emittenter, såsom bostadsinstitut, kommuner, mellanstatiga organ m.fl., utgör allt viktigare aktörer för att skapa en likvid obligationsmarknad.

## 4.5 Skuld- och marknadsvård

**Regeringens beslut:** Riksgäldskontoret skall genom skuld- och marknadsvård bidra till att förbättra marknadens funktion. Detta får inte medföra att målet om långsiktig kostnadsminimering åsidosätts.

Regeringen anser att det är viktigt med en väl fungerande svensk obligationsmarknad. Riksgäldskontoret har därför i uppgift att genom skuld- och marknadsvård förbättra marknadens funktion och skapa en likvid avkastningskurva på den svenska räntemarknaden. Till detta bidrar Riksgäldskontoret bl.a. med sina regelbundna emissioner i olika löptid av såväl nominella som reala statspapper. Andra viktiga delar är en transparent och förutsägbar upplåningspolicy samt en koncentration av upplåningen till ett begränsat antal löptider. All skuld- och marknadsvård måste dock falla inom ramen för det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Marknadsvård får därför inte i ett långsiktigt perspektiv medföra högre lånekostnader i statens upplåning och skuldförvaltning.

På strategisk nivå handlar skuld- och marknadsvård främst om att sätta upp principer som den operativa upplåningen och förvaltningen skall bedrivas inom. Här är bl.a. kontorets upplåningsstrategi och ledord som förutsägbarhet, långsiktighet och transparens viktiga. På operativ nivå handlar det om byten och uppköp av obligationer, marknadsvårdande repor m.m. Som regeringen brukar ange i de årliga utvärderingarna är det ofta svårt att närmare kvantifiera effekterna av kontorets principer och åtgärder varför utvärderingen i första hand blir av kvalitativ art.

Målet har tidigare och med samma lydelse formulerats i regleringsbrev för Riksgäldskontoret. Från och med 2006 lyfts målet in inom ramen för regeringens riktlinjebeslut.

## 5 Utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning

**Regeringens beslut:** Riksgäldskontoret skall för 2006 fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjebeslut. De interna riktlinjerna skall främst behandla fördelningen mellan de olika skuldslagen och löptidsriktmärken för de nominella skuldslagen.

Utvärderingen av Riksgäldskontorets strategiska beslut skall ske i kvalitativa termer och i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt skall utvärderingen göras i kvalitativa termer t.ex. genom kontrafaktiska beräkningar. Strategiska valuta- och räntepositioner skall primärt utvärderas i marknadsvärdestemer.

Utvärderingen av den operativa förvaltningen skall avse dels en kvantitativ utvärdering av förvaltningen i utländsk valuta och hanteringen av valutaväxlingarna, dels en kvalitativ utvärdering av den nominella och reala kronförvaltningen. För real upplåning skall den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.

### 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.

Finansutskottet har i betänkande 2005/06:FiU12 om statens upplåning och skuldförvaltning 2000-2004 pekat på att utvärderingsprocessen för skuldförvaltningen i väsentliga delar skiljer sig från de modeller som används i andra sammanhang och att det finns anledning för regeringen att överväga en tydligare ansvarsfördelning mellan riksdagen, regeringen och Riksgäldskontoret. Regeringen avser att närmare behandla frågan i utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning våren 2006.

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 2006 kommer därmed att avse 2002–2006.

## Utvärdering av statsskuldförvaltningen 2006

### Utvärdering av regeringens riktlinjer

Regeringens riktlinjebeslut bör utvärderas direkt mot det långsiktiga målet för statsskuldförvaltningen. Av detta följer att redovisningen till riksdagen främst bör avse de strategiska överväganden och i ljuset av den kunskap som låg till grund för riktlinjebeslutet. Ett annat krav är att utvärderingen styrs av principer som lagts fast i förväg. I annat fall riskerar utvärderingen att bli godtycklig, eftersom det i efterhand alltid går att konstruera andra riktlinjer eller skuldportföljer som skulle ha gett lägre kostnader och/eller lägre risk.

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



möjligt, utgöra utgångspunkten i analysen. Kvantitativa analyser bör kompletteras med kvalitativa överväganden och bedömningar.

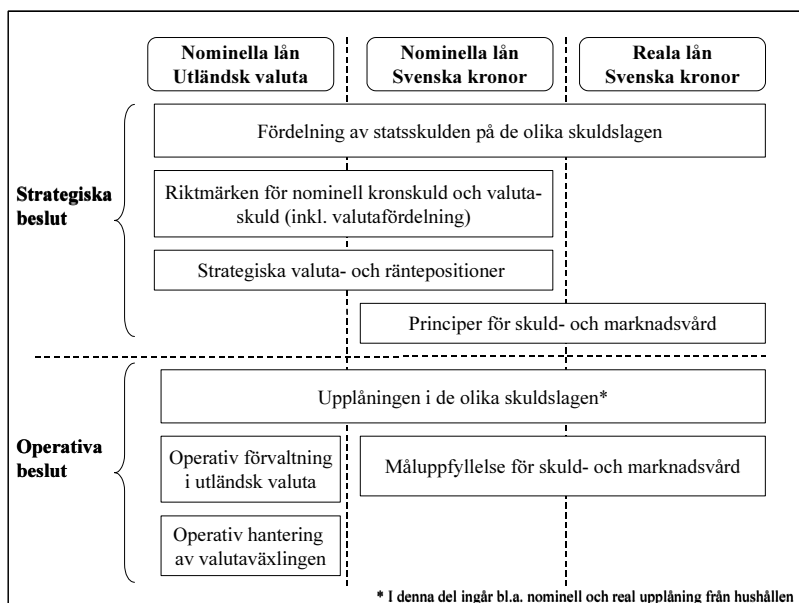
### **Utvärdering av Riksgäldskontorets skuldförvaltning**

Vid sidan av regeringens riktlinjer regleras Riksgäldskontorets ansvar och uppgifter vad gäller statsskuldförvaltning i instruktion (1996:311) för Riksgäldskontoret. Dessutom delegerar regeringen en rad beslut till Riksgäldskontoret vilka fastställs i utvärderingsavsnitten till riktlinjerna (se nedan). Målet och återrapporteringen för upplåningen från privatmarknaden återfinns i regleringsbrevet för Riksgäldskontoret.

Inom ramen för målet för statsskuldförvaltningen och regeringens riktlinjer skall Riksgäldskontoret fastställa delmål och interna riktlinjer för den operativa förvaltningen. Dessa beslut kallas strategiska beslut och fastställs av kontorets styrelse. Riksgäldskontorets verksamhet utvärderas därför 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 privatmarknadsupplåningen.

I figuren nedan ges en schematisk översikt över utvärderingen av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut.

## Utvärderingsschema av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut.



## Riksgäldskontorets strategiska beslut

Utvärdering av strategiska beslut avser Riksgäldskontorets interna riktlinjer och omfattar flera centrala ställningstaganden:

– *Beslut om fördelning av skulden mellan olika skuldslag inom ramen för de intervall regeringen angett*; Riksgäldskontorets flexibilitet i denna del följer av intervallet kring riktvärdet för amorteringstakten av valutaskulden och av riktlinjen att öka andelen real-skuld.

Beslut om utnyttjande av valutamandatet baseras på strategiska långsiktiga bedömningar, främst av kronans utveckling, och bör därmed utvärderas i det perspektivet. En bedömning av om det var korrekt att vid något tillfälle begränsa amorteringarna av valutaskulden måste i väsentlig grad bygga på granskning av rimlighet i den analys som beslutet ursprungligen byggde på. Kvantitativ utvärdering av Riksgäldskontorets hantering av valutamandatet kan

ske genom kontrafaktisk jämförelse av två förenklade beräkningar där amorteringarna sker i jämn takt över den period som skall utvärderas – en motsvarande riktvärdet i riktlinjerna och en motsvarande Riksgäldskontorets beslut. Det är inte meningsfullt att använda den faktiska amorteringsprofilen, eftersom den uppvisar ett ojämnt mönster.

Övriga beslut om fördelning av skulden mellan skuldslag kan sannolikt inte på ett meningsfullt sätt utvärderas kvantitativt. För realskulden gäller att upplåningstakten skall vägas mot kostnader och risker i de övriga skuldslagen.

– *Beslut om riktmärken för den nominella kronskulden och valutaskulden*; ställningstagandet omfattar beslut dels om hur den av regeringen angivna räntebindningstiden ska fördelas mellan de båda portföljerna, dels om valutafördelningen i valutaskulden.

Utvärderingen av Riksgäldskontorets beslut om hur löptiden fördelas mellan den nominella kronskulden och valutaskulden skall så långt som möjligt ske genom kontrafaktiska jämförelser.

Utvärdering av valutariktmärket skall främst ske i kvalitativa termer eftersom rimliga kvantitativa jämförelsenormer saknas. Främst bör analyser och argument för en viss riktmärkessammansättning samt en analys av huruvida slutsatserna kan anses ha varit giltiga redovisas. I den utsträckning partiella analyser tillåtit påverka fördelningen i riktmärket skall grunderna där för redovisas och ett underlag som möjliggör kvantitativ uppföljning lämnas.

– *Beslut om strategiska positioner*; avser strategiska valuta- och räntepositioner i utländsk valuta samt räntepositioner i den svenska kronskulden.

Strategiska valuta- och räntepositioner skall primärt utvärderas på samma sätt som kontorets aktiva förvaltning i utländsk valuta, dvs. genom att positioner placeras i en egen portfölj med löpande resultatuppföljning och utvärderas i marknadsvärdestermerna. Strategiska räntepositioner torde i flertalet fall tas i valutaskulden och med hjälp av derivatinstrument. Anledningen är att transaktionskostnaderna är lägre och flexibiliteten större där än i den nominella kronmarknaden samtidigt som avkastningskurvorna på olika marknader i allmänhet uppvisar stor samvariation.

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

– Beslut om principer för skuld- och marknadsvård; avser främst val av principer samt om dessa förväntas leda till de eftersträvade effekter.

### **Riksgäldskontorets operativa förvaltning**

Utvärderingen av den aktiva förvaltningen i utländsk valuta skall ske i marknadsvärdesterm. Resultatet anger i vilken mån förvaltningen lett till vinst eller förlust.

Den nominella respektive reala kronförvaltningen skall utvärderas främst i kvalitativa termer och även avse den skuld- och marknadsvård som Riksgäldskontoret bedriver i syfte att uppnå lägsta möjliga 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 realränteobligationer och upplåning i nominella statsobligationer avseende den senaste femårsperioden redovisas.

Enligt riktlinjerna för 2002 skall Riksgäldskontorets styrelse lägga fast en relativt jämn och kostnadsmässigt neutral bana för kontorets växlingar mellan kronor och utländsk valuta. Kring denna bana anger styrelsen ett visst fluktuationsintervall inom vilket valutaväxlingarna av hanteringsmässiga skäl får avvika. Intervallet är att betrakta som resultatmässigt neutralt. Styrelsen skall dessutom ange risklimiter för hur stora valutapositioner den operativa förvaltningen får ta. Inom dessa limiter kan sedan kontoret variera växlingarna under perioder då det framstår som särskilt oförmån-

ligt. I efterhand utvärderas eventuella avvikelser genom att beräkna kostnadsskillnader mellan den resultatmässigt neutrala växlingsbanan och den faktiska banan.

## 6 Uppdrag till Riksgäldskontoret

**Regeringens beslut:** Riksgäldskontoret skall löpande förbättra styrningen och utvärderingen av statsskuldförvaltningen.

Riksgäldskontoret skall göra en mer ingående analys av hur fluktuationsintervall kring skuldandelarnas riktvärden bör utformas samt hur ett samlat löptidsmått för hela statsskulden bör definieras och hanteras.

Under året genomfört utvecklingsarbete, uppdraget om ett samlat löptidsmått och uppdraget för andelsstyrning redovisas senast i riktlinjeförslaget som lämnas hösten 2006.

I riktlinjebeslut och regleringsbrev för 2005 fick Riksgäldskontoret i uppdrag att utreda hur fluktuationsintervall runt skuldandelarnas riktvärden bör utformas och hur ett samlat löptidsmått för hela skulden bör definieras och hanteras. Skälet till det först nämnda uppdraget var att riktlinjerna för 2005 för första gången konkretiserade vilka målandelar som de olika skuldslagen långsiktigt skall uppnå och att en övergång till styrning av statsskuldförvaltningen i termer av skuldandelar förefaller lämplig. Det andra uppdraget motiverades av behovet att få till stånd en bättre översikt och samspel mellan skuldens reala och nominella delar. Uppdragen skulle ha rapporterats i innevarande års riktlinjeförslag.

Riksgäldskontoret anför att frågorna är komplexa och att mer tid behövs för att utreda de operativa konsekvenserna av frågorna. När det gäller ett styrsystem för ett samlat löptidsmått i statsskulden så finns mycket kvar att utreda. I fråga om andelsstyrning konstaterar kontoret att skuldandelarna bör beräknas utifrån skuldmåttet okonsoliderad statsskuld och som procentandelar av den totala skulden. Styrsystemet måste balansera behovet av god

styrning mot affärsmässiga samt praktiska och operationella aspekter vilket pekar mot ett system där andelarna tillåts variera inom ett intervall. Storleken på dessa intervall har dock kontoret ännu ingen uppfattning om. Riksgäldskontoret avser att återkomma till frågorna i nästa riktlinjeförslag som lämnas hösten 2006.

Regeringen vill peka på att det är angeläget att uppdragen redovisas vid de tidpunkter som nu satts upp. Särskilt gäller detta uppdraget om ett samlat löptidsmål. Uppdraget för andelsstyrning är i sammanhanget mindre angeläget, eftersom det ännu dröjer några år intill dess sammansättning av skulden uppnår de målsatta andelarna.

Uppdraget att löpande förbättra styrningen och utvärderingen har tidigare formulerats i regleringsbrevet för Riksgäldskontoret. Uppdraget ställer krav på kontoret att, vid sidan av de explicita uppdrag som ges i olika regeringsbeslut, kontinuerligt sträva efter att förbättra och utveckla den statliga statsskuld förvaltningen. Väsentliga delar av utvecklingsarbete under ett år redovisas normalt senast i efterföljande års riktlinjeförslag.