

## Riktlinjeförslaget i korthet

*I årets riktlinjeförslag studerar Riksgäldskontoret hur statsskulden långsiktigt bör vara sammansatt. Valutaskulden föreslås försätta minska till en nivå kring 15 procent, samtidigt som andelen reallån bör fortsätta öka till 20–25 procent av den totala skulden. Riktvärdet för durationen i den nominella kron- och valutaskulden bör sänkas från 2,7 till 2,5 år.*

Riksgäldskontoret lämnar årligen förslag till regeringen om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Utgångspunkten för förslaget är att minimera de långsiktiga kostnaderna för statsskulden samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. I årets riktlinjeförslag har Riksgäldskontoret haft i uppdrag att särskilt studera valutaskuldens andel. Det har föranlett en förnyad analys av även realskuldens andel och därmed skuldens sammansättning som helhet. Huvudpunkterna i förslaget är:

- Andelen valutalån i statsskulden bör långsiktigt minska. Riksgäldskontorets bedömning är att andelen bör vara kring 15 procent. Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2005 föreslås vara 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör få avvika från riktvärdet med  $\pm 15$  miljarder kronor. Inriktningen för amorteringstakten för 2006 och 2007 föreslås vara 25 miljarder kronor per år.
- Andelen reallån i statsskulden bör långsiktigt öka. Riksgäldskontorets bedömning är att andelen bör ligga kring 20–25 procent. Upplåningen bör vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.
- Återstoden av bruttolånebehovet bör täckas genom nominella kronlån.
- Riktvärdet för löptiden (mätt i duration) i den samlade nominella kron- och valutaskulden bör sänkas till 2,5 år. Riksgäldskontoret bör få besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration som avviker maximalt med  $\pm 0,3$  år från riktvärdet.

### Val av skuldsammansättning

Att ange vad som är en "optimal" skuldsammansättning är svårt eftersom sambanden är många och komplexa. Dessutom varierar de önskvärda andelarna över tiden, bl.a. beroende på vilka påfrestningar som statsfinanserna utsätts för. Valet av sammansättning är därför till stora delar en bedömningsfråga och beror i slutändan på vilka risker som staten är beredd att ta i statsskuld förvaltningen.

I riktlinjeförslaget redovisar Riksgäldskontoret sin bedömning av vad som utgör en väl avvägd sammansättning av statsskulden. Bedömningen grundas dels på de analyser och resonemang som Riksgäldskontoret redovisat i tidigare riktlinjeförslag, dels på de modellresultat som presenteras i förslaget.

### Valutaandel

Regeringen har under flera år på förslag från Riksgäldskontoret beslutat att valutaskulden löpande ska amorteras. Valutaskulden har minskat från som mest 435 miljarder kronor 1998 till 311 miljarder i september 2004. Det motsvarar en minskning från 30 till 25 procent av den totala skulden.

Hur stor valutaandel staten bör ha beror på flera faktorer. Det främsta argumentet till varför andelen valutaskuld bör minska är att valutaskuld är mer riskfylld än inhemsk skuld samtidigt som kostnaden kan antas vara ungefär densamma. Valutaupplåning är dessutom ett flexibelt instrument. Erfarenheterna visar att om lånebehovet ökar drastiskt kan det vara fördelaktigt att låna i utländsk valuta. Anledningen är dels att det minskar trycket på den inhemska marknaden, dels att det kan ge kostnadsfördelar i den mån det stora lånebehovet pressar upp kronräntorna och försvagar kronan. För att staten ska ha utrymme att låna mycket i utländsk valuta vid en kris får dock valutaskulden inte vara alltför stor i utgångsläget.

Målet bör dock inte vara att avveckla valutaskulden. Upplåning i flera valutor minskar ränterisken genom att beroendet av ränteläget i Sverige minskar. Skulle svenska räntor stiga kraftigt utan motsvarande förändring i internationella räntor samtidigt som kronkursen är oförändrad bidrar valutaskulden till att begränsa ökningen i de totala räntekostnaderna.

Riksgäldskontorets samlade bedömning är att valutaandelen på sikt bör ligga kring 15 procent. Valutaandelen är för närvarande kring 26 procent. För att fortsätta att reducera andelen bör amorteringarna fortsätta i oförändrad takt. Riktvärdet för amorteringen på valutaskulden föreslås vara 25 miljarder kronor, med möjlighet för Riksgäldskontoret att avvika från riktvärdet med  $\pm 15$  miljarder kronor.

### Realandel

Riksgäldskontoret började emittera realobligationer 1994. Andelen reallån i statsskulden har sedan dess gradvis ökat och uppgår i dagsläget till 15 procent. Riktlinjerna har under flera år sagt att realandelen långsiktigt bör fortsätta att öka. Argumenten är framför allt att den bidrar till en mer

- ▶ diversifierad statsskuld än om skulden bara består av nominella instrument. Detta gör att risken för kraftiga variationer i räntekostnaderna minskar.

Förutom positiva riskegenskaper bör realobligationer på sikt vara något billigare än motsvarande nominella obligationer. Anledningen är att investerare kan antas vara villiga att betala en premie för skydd mot inflationsosäkerhet. Den positiva utvecklingen av realobligationsmarknaden har dessutom minskat den likviditetspremie som tidvis har uppvägt inflationsriskpremien. Avkastningskravet på reala lån bör därför vara lägre än på nominella lån.

Den reala skuldens andel bör därför fortsätta att öka till en långsiktig nivå på kring 20–25 procent. Realskulden bedöms vid denna nivå vara tillräckligt stor för att marknaden ska vara likvid och för att diversifieringseffekterna ska få genomslag. I kombination med en minskad valutaandel ger det samtidigt utrymme för en stor och likvid nominell obligationsmarknad. Ökningstakten i realskulden bör liksom tidigare vägas mot efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldsdrag med beaktande av risk.

## Statsskuldens löptid

Riksgäldskontoret har till årets riktlinjeförslag även analyserat hela statsskuldens löptid. Riktmärket för durationen i den nominella kron- och valutaskulden har varit oförändrat sedan 2000. Samtidigt har löptiden i hela skulden ökat till följd av att andelen realobligationer har ökat. Den utvecklingen kommer att fortsätta givet att realandelen ökar. I kombination med att valutaandelen minskar leder detta till att risknivån i statsskulden sjunker.

Riksgäldskontorets bedömning är att detta ger utrymme att sänka durationen i den nominella kron- och valutaskulden till 2,5 år. Avsikten är att därigenom sänka den förväntade kostnaden samtidigt som risknivån i skulden som helhet hålls på önskad nivå. Med hänsyn till kronskuldens storlek i förhållande till marknaden bör anpassningen av durationen till det nya riktvärdet ske gradvis så att transaktionskostnaderna inte blir onödigt höga.

Enligt gällande riktlinjer för löptiden i realskulden ska upplåningen ske i obligationer med löptid på minst fem år. Riksgäldskontoret föreslår att denna restriktion tas bort. Anledningen är detta ökar möjligheterna att anpassa emissionerna till marknadens efterfrågan på ett ändamålsenligt sätt.

## Ett samlat riktvärde för löptiden?

Riksgäldskontoret har också undersökt möjligheterna att införa ett samlat mått för hela statsskuldens löptid. Det nuvarande riktvärdet för löptiden omfattar bara den nominella delen av skulden. Svårigheterna att styra durationen i den reala skulden och att den reala upplåningen bör anpassas till rådande marknadsförhållanden gör dock att sådant styrsystem vore svårhanterligt. Tekniskt vore det möjligt att genom anpassningar i övriga skuldsdrag ändå

uppnå ett samlat riktmärke för durationen. Det är dock inte självklart att de transaktionskostnader som i så fall skulle uppstå är motiverade från risksynpunkt. Styrningen av statsskuldens löptid kräver därför ytterligare analys. I årets riktlinjeförslag föreslår vi således inget samlat mått för hela skuldens löptid. Det bör dock understrykas att även utan ett sådant mått kan riktlinjerna, som i årets förslag, baseras på kvalitativa resonemang där den reala och nominella skuldens samlade löptid vägs in.

## Statsskuldens kostnader vid extrema chocker

I årets riktlinjeförslag ägnar Riksgäldskontoret särskilt intresse åt hur kostnaderna för statsskulden påverkas av extrema påfrestningar, som t.ex. en valutakris. I förslaget redovisas resultatet av ett antal känslighetsanalyser som gjorts inom ramen för en scenariomodell utvecklad just för att studera genomslaget av olika slags kriser.

Riksgäldskontoret konstaterar att bästa sättet att rusta för en krissituation är att reducera statsskuldens storlek. I förvaltningen av statsskulden gäller det att fortlöpande göra avvägningar mellan kostnader och risker med hänsyn till både de statsfinansiella utsikterna och aktuella finansiella förhållanden. Scenarioberäkningarna ger vid handen att de svenska statsfinanserna är känsliga för en kraftig räntepågång. Å andra sidan framstår det som relativt kostsamt att förlänga skuldens löptid. Även en valutakris har ett betydande genomslag, samtidigt som kostnaderna för att minska risknivån genom att justera valutaandelen sannolikt är ganska låga. Genom att modellen fångar hela skulden ger den möjlighet att illustrera den typen av riskavvägningar som ligger bakom årets riktlinjeförslag, där ökad realandel och minskad valutaandel ger utrymme att sänka löptiden något.

## Riktlinjeprocessen

- RGK lämnar förslag på riktlinjer till regeringen före den 1 oktober.
- Regeringen beslutar om riktlinjer före den 15 november.
- RGK:s styrelse beslutar om operativa riktlinjer före den 31 december.
- Förvaltningsperioden löper mellan den 1 januari och den 31 december.
- RGK utvärderar verksamheten i sin årsredovisning till regeringen före den 15 februari.
- Regeringen utvärderar verksamheten och rapporterar till riksdagen före den 25 april.
- Riksdagen utvärderar statsskuld förvaltningen under maj – juni.
- Riksgäldskontoret beaktar riksdagens synpunkter i sitt förslag till riktlinjer för efterföljande år.