

Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer



INNEHÅLLSFÖRTECKNING

SAMMANFATTNING	2
1 INLEDNING	4
2 STATSSKULDSFÖRVALTNINGENS MÅL	4
2.1 BAKGRUND.....	4
2.2 DEFINITION AV RISK I STATSSKULDSFÖRVALTNINGEN.....	5
2.2.1 <i>Reala riskbegrepp i statsskuldsförvaltningen</i>	5
2.2.2 <i>Statsfinansiella risker i ett ALM-perspektiv</i>	6
2.2.3 <i>Koppling till tidigare analyser och diskussioner</i>	8
2.3 SLUTSATSER OCH IMPLIKATIONER FÖR FRAMTIDA ARBETE.....	10
3 SKULDFÖRVALTNINGENS INRIKTNING OCH UPPLÄGGNING.....	11
3.1 BAKGRUND.....	11
3.2 FÖRVALTNINGEN AV KRONSKULDEN.....	12
3.2.1 <i>Förutsättningar för och effekter av positionstagande</i>	12
3.2.2 <i>Styrning och utvärdering av förvaltningen av kronskulden</i>	15
3.3 RESURSER FÖR ANALYS OCH FÖRVALTNING.....	16
4 MODELLER FÖR ANALYS AV STATSSKULDENS SAMMANSÄTTNING	17
4.1 BAKGRUND OCH FÖRUTSÄTTNINGAR.....	17
4.2 RIKSGÄLDSKONTORETS SIMULERINGSMODELL.....	19
4.2.1 <i>Strategidelen i simuleringsmodellen</i>	19
4.2.2 <i>Simulering av makroekonomiska variabler</i>	20
4.3 RESULTAT FRÅN RIKSGÄLDSKONTORETS MODELL.....	23
4.3.1 <i>Undersökta strategier</i>	23
4.3.2 <i>Kostnadsmått</i>	24
4.3.3 <i>Nominella kostnader</i>	24
4.3.5 <i>Känslighetsanalys</i>	28
4.4 SALOMON SMITH BARNEYS RAPPORT	29
4.5 SAMMANFATTNING OCH SLUTSATSER AV MODELLANALYSERNA.....	30
5 FÖRSLAG TILL RIKTLINJER	31
5.1 UTGÅNGSPUNKTER.....	31
5.2 STATSSKULDENS SAMMANSÄTTNING.....	33
5.2.1 <i>Statsskuldens sammansättning i tidigare perioder</i>	33
5.2.2 <i>Valutaskulden</i>	34
5.2.3 <i>Realskulden</i>	41
5.2.4 <i>Kronskulden</i>	43
5.3 STATSSKULDENS LÖPTID.....	44
5.3.1 <i>Kron- och valutaskulden</i>	44
5.3.2 <i>Realskulden</i>	46
5.4 STATSSKULDENS FÖRFALLOPROFIL.....	47
6 STYRNINGS- OCH UTVÄRDERINGSFRÅGOR.....	48
6.1 UTVÄRDERING AV RIKSGÄLDSKONTORETS HANTERING INOM RAMEN FÖR DE ÖVERGRIPANDE RIKTLINJERNA.....	48
6.1.1 <i>Utvärdering av valet av riktmärken</i>	48
6.1.2 <i>Utvärdering av hanteringen av valutamandatet</i>	48
6.1.3 <i>Utvärdering och återrapportering av hanteringen av durationsintervallet</i> ...	49
6.2 STYRNINGS- OCH UTVÄRDERINGSFRÅGOR INOM RIKSGÄLDSKONTORET.....	50
6.2.1 <i>Nominella kronskulden</i>	50
6.2.2 <i>Skulden i utländsk valuta</i>	53
6.2.3 <i>Realskulden</i>	53

Sammanfattning

I denna promemoria lämnar Riksgäldskontoret förslag till regeringen om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Utgångspunkten för förslaget är det lagstadgade målet för statsskuldens förvaltning, som är att minimera de långsiktiga kostnaderna samtidigt som riskerna i förvaltningen och penningpolitikens krav beaktas.

Långsiktig kostnadsminimering bör bygga på att riktlinjerna för skuldförvaltningen anger en mer strategisk inriktning för hur statsskulden skall vara sammansatt. Riksgäldskontoret föreslår därför att regeringen i årets beslut skall ange riktlinjer som sträcker sig några år framåt. Skuldens storlek och karaktär gör att förändringar av någon omfattning måste genomföras stegvis över flera år. En strategisk inriktning för statsskuldspolitiken är därför väsentlig som vägledning för de årliga besluten, för kontorets agerande i den löpande skuldförvaltningen och för marknadens aktörer. Förslaget bygger på bedömningar av vad som är en långsiktig ändamålsenlig statsskuldspolitik. Hänsyn till kortsiktiga rörelser i kronans växelkurs eller inhemska räntor bör varken påverka riktlinjerna eller kontorets agerande i förvaltningen av skulden.

Huvudpunkterna i förslaget kan sammanfattas som följer:

- Andelen *valutalån* i statsskulden bör långsiktigt reduceras. Under de närmaste åren bör valutaskulden amorteras med 35 miljarder kronor per år, med ett intervall om ± 15 miljarder kring riktvärdet.
- Andelen *reallån* i statsskulden bör långsiktigt öka. Ökningstakten bör avvägas med hänsyn till utvecklingen av efterfrågan.
- Återstoden av statens bruttolånebehov bör täckas genom *nominella kronlån*.
- *Löptiden* (mätt i duration) i den samlade nominella kron- och valutaskulden bör behållas oförändrad på 2,7 år ($\pm 0,3$ år). Realupplåningen bör ske i långa löptider.
- *Förfalloprofilen* bör vara sådan att högst 30 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna.

Den viktiga förändringen som kontoret förordar är en långsiktig neddragning av valutaandelen i statsskulden. Kontoret förordar vidare att andelen reallån i statsskulden långsiktigt bör öka. Ökningen av realandelen måste avvägas mot tillväxten i marknaden. Eftersom valutaskulden föreslås minska i snabbare takt än vad realskulden torde kunna ökas, innebär förslaget en viss långsiktig ökning av andelen nominell kronskuld. Förslaget avser rörelseriktningen i förändringar av skuldens sammansättning, då kontoret anser att det inte vore ändamålsenligt att på detta stadium söka fixera ett mål för skuldens sammansättning i procentandelar.

Skälen för denna omläggning från valutaskuld till nominell och real kronaskuld är flera. För det första kan staten genom att minska valutaandelen när statsfinanserna är goda förnya optionen att dra upp valutaupplåningen igen om lånebehovet skulle öka. För det andra är valutaskuld mer riskfylld än kronaskuld. En orsak är att statens intäkter är i kronor, vilket gör att kursförluster i statsskulden inte uppvägs av vinster i andra delar av staten. En annan är att kronräntor i en stabil ekonomisk miljö kan tänkas följa rörelserna i svensk ekonomi på ett sätt som gör att kronaskuld är relativt billig när ekonomin växer långsamt och statsfinanserna därför är ansträngda. Om kronan dessutom tenderar att vara svag under dessa perioder, kan stor valutaskuld bidra till att förstärka svängningarna i statsfinanserna. Valutaskuld är således mer riskfylld, samtidigt som det inte finns anledning att på lång sikt räkna med systematiska skillnader i kostnaderna för kron- respektive valutaskuld.

Förslaget att amortera 35 miljarder kronor per år skall ses mot bakgrund av att valutaandelen i statsskulden ökar påtagligt vid årsskiftet till följd av överföringen av stats- och bostadsobligationer i kronor från AP-fonderna. Med en neddragning på 35 miljarder per år går valutaandelen under 30 procent, nivån i utgångsläget, först under 2002. Intervallet på ± 15 miljarder kring riktvärdet är i första hand tänkt att ge utrymme för anpassningar av amorteringstakten till förändringar i lånebehovet.

Beträffande löptiden i statsskulden föreslår Riksgäldskontoret ingen ändring. Förkortning av löptiden skulle sannolikt ge lägre kostnader på lång sikt, men kontoret bedömer att besparingarna är små i de löptidsintervall som är rimliga givet att risken i förvaltningen inte skall öka för mycket. En alltför kort skuld är dessutom ogynnsam om statsfinanserna plötsligt skulle försämrats, eftersom lånebehovet då stiger samtidigt som staten har stora refinansieringsbehov. En avvägning mellan kostnad och risk talar därför för att inte ändra skuldens löptid.

1 Inledning

I denna promemoria redovisar Riksgäldskontoret förslag till övergripande riktlinjer för statsskuldsförvaltningen i enlighet med bestämmelser i instruktionen för Riksgäldskontoret (1996:311). Förslaget utgår från målformuleringen i 5 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning. Den säger att statsskulden skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas, samt att förvaltningen skall se inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Promemorian är disponerad på följande sätt. I avsnitt 2 diskuterar Riksgäldskontoret statsskuldsförvaltningens mål. Huvudfrågan är hur begreppet risk i målformuleringen skall uppfattas. Avsnitt 3 behandlar statsskuldsförvaltningens inriktning, med tonvikt på principerna för förvaltningen av kronskulden. I avsnitt 4 presenterar Riksgäldskontoret kvantitativa analyser av sambanden mellan statsskuldens kostnader och risker och skuldens sammansättning. Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer redovisas i avsnitt 5. Promemorian avslutas med att kontoret tar upp några frågor kring styrning och utvärdering av statsskuldsförvaltningen.

2 Statsskuldsförvaltningens mål

2.1 Bakgrund

Att finna rätt utgångspunkter och former för att styra och utvärdera statsskuldsförvaltningen är en långsiktig process. Tankesätt och metoder måste prövas i praktiken och omprövas i ljuset av de erfarenheter som vinnas. Nya idéer och analyser måste också tillåtas påverka uppläggningsen av riktlinjerna och skuldförvaltningen. Denna öppna attityd finns uttryckt i propositionen som lade grund för det nya styrsystemet för statsskuldsförvaltningen; jfr prop. 1997/98:154. Den har också präglat Riksgäldskontorets båda tidigare förslag till riktlinjer, liksom regeringens riktlinjebeslut.

Ett område där slutlig ställning inte tagits är frågan hur begreppet *risk* skall uppfattas. I samband med att målet angavs som långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk konstaterade regeringen att ett *realt* synsätt på kostnader och risker framstod som mest korrekt från principiell ekonomisk utgångspunkt. I propositionen konstaterade regeringen dock att metoderna för mätning av risk i reala termer är relativt outvecklade. Regeringen drog slutsatsen att det är alltför tidigt att uttrycka målet i reala termer, men det är tänkbart att övergå till reala riskmått i framtiden. Regeringen har även aviserat att en särskild utredning för att analysera definition och mätning av risk i statsskuldsförvaltningen skulle tillsättas. I avvaktan på ytterligare analys har riktlinjerna för statsskuldsförvaltningen i princip byggts på ett *nominellt* synsätt, dvs.

risk har ansetts synonymt med variationer i de direkta nominella kostnaderna för statsskulden.

Regeringen har inte tillsatt någon utredning om synen på risk i statsskuldshövdlingen. Riksgäldskontoret finner därför anledning att i årets riktlinjeförslag redovisa vissa nya tankar kring riskbegreppet i statsskuldshövdlingen. Resonemangen har vuxit fram inom kontoret, delvis inspirerade av rapporter från Världsbanken och IMF (där även Riksgäldskontoret bidragit) som diskuterar generella principer för uppbyggnaden av statsskuldshövdlingen.¹ Analysen pekar på att risk i statsskuldshövdlingen bör definieras i termer av statsskuldens bidrag till variationer i statsfinanserna, mätt i termer av både budgetsaldot och statens balansräkning.

2.2 Definition av risk i statsskuldshövdlingen

2.2.1 Reala riskbegrepp i statsskuldshövdlingen

Enligt lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldshövdling skall skulden förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i hövdlingen beaktas. Som noterades inledningsvis har den preliminära utgångspunkten varit att kostnaden skall mätas i nominella termer. Det primära riskbegreppet har därmed blivit risken att kostnaden mätt i nominella termer skall avvika från det förväntade utfallet. I fjolårets riktlinjeförslag argumenterade Riksgäldskontoret för att den nominella kostnaden skall mätas som (vägd) genomsnittlig emissionsränta, även kallat running yield. Frågan hur analoga reala kostnads- och riskbegrepp skall definieras har inte närmare analyserats i tidigare riktlinjeförslag och -beslut. Vissa observationer kan dock göras.

Den förväntade reala kostnaden kan definieras som den förväntade nominella kostnaden minus den förväntade inflationen (enligt något mått). Givet att statsskuldshövdlingen inte påverkar det aktuella inflationsmättet, styr valet mellan nominell och real mätning inte rangordningen av skuldportföljer i termer av förväntad kostnad utan enbart riskmättet. Risken sammanhänger med variansen i kostnaden. För det reala mättet beror variansen på samvariationen mellan den nominella kostnaden och inflationen, vilken inte a priori kan antas vara noll. Ett reall riskmätt kan således tänkas leda till annorlunda bedömningar om hur skulden bör vara sammansatt, trots att den skuldportfölj som minimerar den förväntade nominella kostnaden även minimerar den reala kostnaden.

Det är inte självklart vilket prisindex som bör användas för att mäta reala kostnader för statsskulden. Det torde inte vara rimligt att använda konsumentprisindex (KPI). KPI är konstruerat som ett s.k. kompensationsindex för att mäta hur ett representativt hushålls konsumtions-

¹ Se "Draft Guidelines for Public Debt Management", IMF och Världsbanken, augusti 2000.

utrymme påverkas av den allmänna prisutvecklingen. Om syftet är att på motsvarande sätt mäta hur statens reala kostnader påverkas av inflation, måste det relevanta indexet ha en sammansättning som motsvarar sammansättningen av statens prisnivåberoende utgifter. Ett alternativ vore ett mått motsvarande deflatorn för offentlig konsumtion i nationalräkenskaperna. Att vid bedömningar av risk enbart ta hänsyn till hur inflation påverkar kostnaderna för statlig konsumtion vore emellertid missvisande. Dels har staten andra prisnivåberoende utgifter, framför allt transfereringar, dels påverkas även statens inkomster, framför allt skatteinbetalningarna, av inflation.

Riksgäldskontoret anser att detta resonemang pekar på att reala risker i statsskuldshöjningen måste uppfattas som något vidare än att använda ett inflationsmått för att justera de nominella kostnaderna för statsskulden. Ett bredare angreppssätt är nödvändigt för att hitta ett ekonomiskt meningsfullt riskbegrepp. Statsskuldshöjningen måste sättas in i ett statsfinansiellt sammanhang och även andra källor till osäkerhet om statsfinanserna än inflation beaktas.

2.2.2 Statsfinansiella risker i ett ALM-perspektiv

En inspirationskälla för sökandet efter ett adekvat riskbegrepp för statsskuldshöjningen finns i den finansiella litteraturens analys av principer för hantering av finansiella risker, i första hand utvecklade för finansiella företag, t.ex. banker och försäkringsbolag. Utgångspunkten där är att risker kan minimeras genom att egenskaperna hos ett företags skulder matchas med tillgångarnas. Denna grundläggande observation har utvecklats och förfinats inom ramen för en ansats kallad "asset and liability management", eller ALM, där tillgångars och skulders egenskaper analyseras i en integrerad ram.

För t.ex. en bank innebär detta att portföljen är skyddad från marknadsrisk om banken ser till att förfalloprofilen och valutasammansättningen på tillgångar och skulder är identiska. Banker tar även kreditrisker och i en komplett ALM-analys beaktas hur kredit- och marknadsriskerna hänger samman. Med utgångspunkt i en ALM-analys kan en bank välja att ta vissa risker genom att avvika från matchning. Skillnaden mellan värdet på tillgångar och skulder avgör värdet på bankens egna kapital.

En ALM-analys gör att företaget kan ta ett samlat grepp på riskerna i sin balansräkning. Både tillgångar och skulder uppfattas som påverkbara storheter, inom ramen för de strategiska målen för företagets verksamhet. En aktuell svensk tillämpning är att de fyra buffertfonderna i AP-fondssystemet var och en skall göra en ALM-analys som underlag för beslut om respektive fonds sammansättning. Syftet är där att ta fram en tillgångsportfölj som matchar AP-fondernas åtaganden som buffertfonder i pensionssystemet.

Staten skiljer sig i viktiga avseenden från ett företag. En ALM-ansats är ändå tillämpbar som konceptuell ram för analys av statens finanser och

statsskuldsförvaltningen. Utgångspunkten är även för staten att risk uppstår vid bristande överensstämmelse mellan egenskaperna hos tillgångar och skulder. Statens tillgångar består primärt av framtida skatteintäkter. Skulderna utgörs, vid sidan av statsskulden, av andra finansiella åtaganden i form av garantier m.m., samt av framtida utgiftsåtaganden.

Statens inkomster och utgifter beror på hur ekonomin i stort utvecklas, både i termer av tillväxt och konjunkturer, samt på hur detta påverkar räntor och växelkurser. Osäkerheten om sådana förlopp är stor.

I princip kan staten söka minska riskerna genom att välja en skuldportfölj med sådana egenskaper att kostnaderna påverkas på likartat sätt av ekonomins svängningar som de primära överskotten. Inte heller sådana samband är emellertid stabila över tiden. Följaktligen kan ALM-tänkande inte ses som någon patentlösning, som ger svar på frågor som inte tidigare har kunnat besvaras.

Styrkan i ansatsen består snarare i att den tvingar beslutsfattaren att ta ett mer samlat grepp på statens finanser och därigenom att ställa andra frågor. Det blir tydligt att hanteringen av riskerna i statsskuldsförvaltningen inte bara, eller ens primärt, handlar om att minska riskerna för att statsskuldens kostnader skall stiga. Det viktiga från statsfinansiell synpunkt är risken för att statsskuldens kostnader skall bli höga i perioder när statsfinanserna av andra skäl är ansträngda eller att skuldens värde skall öka till följd av omvärderingar i lägen när skulden redan är stor och växande.

I praktiken är det svårt att konstruera en komplett balansräkning för staten. Intresset torde därmed i första hand komma att riktas mot statsbudgeten (eller statens finansiella sparande givet att nationella och EU-mässiga budgetpolitiska mål är definierade i termer av finansiellt sparande). Konkret uttryckt innebär det att en statsskuldportfölj som typiskt sett har låga kostnader i lägen när statens primära lånebehov (budgetunderskottet exklusive räntor på statsskulden) är stort bör uppfattas som förknippad med låg risk. Tolkat i balansräkningstermer är en statsskuldportfölj som typiskt sett gör att statsskulden inte ökar i värde i perioder när lånebehovet är stort (och därmed bidrar till att skulden ökar) förknippad med låg risk. Eftersom den viktigaste faktorn vid sidan av lånebehovet som leder till ändringar i skuldens värde är växelkursrörelser, innebär detta att en portfölj med stor andel valutaskuld är relativt riskfylld i den mån kronans värde kan antas vara lågt i perioder när statsskulden är stor.

En annan intressant implikation av ALM-synsättet är att det blir tydligt att även åtaganden vid sidan av statsskulden måste beaktas i analysen. Ett exempel är statliga garantier. Garantier kan uppfattas som latent statsskuld genom att om en garanti måste infrias måste pengarna tas in genom ökad statlig upplåning, vilken adderas till statsskulden. Garantier skiljer sig således från konventionell statsskuld bara genom att den framtida utbetalningen är beroende av huruvida vissa specifika händelser inträffar. Om man t.ex. jämför med statlig valutaskuld, där utbetal-

ningen räknat i kronor är beroende av växelkursens värde vid förfallotidpunkten, framgår att det är fråga om en gradskillnad, snarare än en artskillnad, mellan lån och garantier. Vid utvärdering av garantier i ett ALM-perspektiv framkommer även att en garanti för vilken ett infriande är mer sannolikt i perioder då statens lånebehov kan förväntas vara högt, t.ex. under en lågkonjunktur i Sverige, är mer riskfylld än en garanti för en internationell organisation vars kreditvärdighet kan antas vara mindre påverkad av specifikt svenska förhållanden.

En integrerad syn på statsskuld och garantier har även implikationer för förvaltningen av skuld- och garantiportföljerna. Ett exempel är att staten i ett läge med så ansträngda statsfinanser att risknivån måste sänkas kan överväga om riskexponeringen bör korrigeras genom att ändra statsskuldens sammansättning eller genom att reducera garantiåtagandena. Samordning av explicita och latent skulder ger därmed förutsättningar för en effektivare hantering. Likaså blir det med detta synsätt ännu tydligare att beslut om att ställa ut garantier måste avvägas mot de resurser staten samlat förfogar över.

Riksgäldskontoret noterar att denna koppling mellan statlig upplåning och statliga garantier inte görs i det gällande regelverket. Visserligen ansvarar Riksgäldskontoret för både statsskuldsförvaltningen och viktiga delar av den statliga garantihanteringen, men det görs inom separata system och med skilda regelverk. En viktig skillnad i reglerna rör synen på risk. Statsskulden skall enligt lag förvaltas med beaktande av risk. Huvudregeln för prissättning av garantier är däremot att avgiften skall täcka den förväntade kostnaden, vilket implicerar att hänsyn till risk inte skall tas. Givet att man uppfattar lån och garantier som belastningar på en och samma balansräkning, där kostnaderna ytterst skall täckas med medel från samma källa, nämligen framtida skatteinkomster, är denna skillnad svår att motivera.

Garantier hör, av nämnda skäl, formellt inte hemma i kontorets förslag till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen. Resonemangen ovan syftar till att illustrera en viktig följd av att vidga perspektivet i analysen av statsskuldsförvaltningen, som enligt kontorets bedömning även visar på styrkan i ansatsen. Garantifrågorna är emellertid väsentliga i sig. Riksgäldskontoret kan därför komma att vända sig till regeringen i särskild ordning för att aktualisera en ändring av reglerna på garantiområdet, delvis beroende på hur den fortsatta diskussionen kring ett ALM-baserat synsätt på statsskuldsförvaltningen utvecklas.

2.2.3 Koppling till tidigare analyser och diskussioner

ALM-ansatsen tillämpad på statsskuldspolitiken är besläktad med den analys som ledde Statsskuldspolitiska utredningen (STUP) att i sitt betänkande (SOU 1997:66) föreslå skattesatsutjämning som mål för statsskuldsförvaltningen. Utredningens analys av s.k. tillväxtobligationer, där räntebetalningarna är positivt korrelerade med tillväxttakten, kan enkelt översättas till ett matchningsresonemang genom att en sådan

koppling gör att statens räntebetalningar tenderar att vara höga i perioder när skatteintäkterna är höga och vice versa.

En skillnad är att STUP tog ett steg längre genom att ta sikte på variationer i skattesatser snarare än i budgetsaldo och statsskuldens storlek. Det beror i sin tur sannolikt delvis på att STUP primärt inspirerades av ett skatteekonomiskt synsätt. I den skatteteoretiska litteraturen finns resultat som pekar på snedvridningseffekter – och därmed samhälls-ekonomiska kostnader – av varierande skattesatser. Dessa resultat är i teoretiskt hänseende möjligen mer robusta än de kopplingar som kan göras mellan variationer i t.ex. budgetsaldot och grundläggande villkor för samhällsekonomisk effektivitet. Från pedagogisk synpunkt är emellertid skattesatsutjämnning ett mindre lyckat begrepp.

Ett exempel är att det inte är givet att en försvagning av statsfinanserna kan mötas med skattehöjningar, t.ex. därför att det skulle leda till utflyttning av skattebaser som motverkade försöken att få ordning på statsfinanserna. Anpassningen sker i så fall inte i de formella skattesatserna utan i nivån på offentlig service och transfereringar. Från teoretisk synpunkt kan invändas att många transfereringar fungerar som negativa skatter och att snedvridningseffekterna därför i princip är desamma oavsett vilket instrument staten använder. Konkretionen i resonemanget går emellertid delvis förlorad.

Noterbart är också att skattesatsutjämnning entydigt riktar intresset mot att undvika variationer i skattesatser. Med detta som mål är kostnaderna för att nå lägsta möjliga risk sekundära. En ALM-ansats hjälper beslutsfattaren att definiera vari riskerna består och att analysera vilken strategi som skulle minimera riskerna genom att indikera hur matchning av tillgångar och skulder uppnås. Analysen ger emellertid i sig ingen vägledning om huruvida det är ändamålsenligt att välja den skuldportfölj som minimerar riskerna. I så måtto stämmer ansatsen väl överens med den gällande målformuleringen om att minimera kostnaderna med beaktande av risk. Frågan om avvägningen mellan dessa hänsyn måste dock bedömas med hjälp av andra kriterier.

Att riskminimering, som i fallet med skattesatsutjämnning, skall vara överordnat mål för statsskultsförvaltningen är en stark slutsats, men också byggd på starka (icke invändningsfria) antaganden. Det kan exempelvis av hänsyn till begränsningar i de finansiella marknaderna visa sig vara orimligt kostsamt för staten att emittera sådana instrument som ger minimal risk i statsskultsportföljen. I så fall går det ändå inte att komma förbi avvägningar mellan kostnad och risk. Därmed hamnar beslutsfattaren i praktiken i samma beslutssituation som om startpunkten för analysen tas i en ALM-ansats.

Mot denna bakgrund framstår en referensram som riktar intresset på finansiella storheter som budgetsaldot och statsskulden som mer ändamålsenlig. Huruvida ett ALM-baserat synsätt på risk i statsskultsförvaltningen skall klassificeras som "realt" är primärt en semantisk fråga

och som sådan av begränsat intresse i detta sammanhang. Utgångspunkten att risk uppstår genom avvikelse från matchning är emellertid realekonomiskt självklar, varför en utveckling av analysen i här skisserad riktning bör kunna sägas stämma överens med de preliminära resonemang som tidigare förts, t.ex. i propositionen där den nuvarande målformuleringen presenterades (se prop. 1997/98:154, särskilt s. 23–25).

2.3 Slutsatser och implikationer för framtida arbete

Enligt Riksgäldskontorets bedömning ger ett ALM-baserat synsätt på statsfinanserna en intressant och utvecklingsbar ram för analys av statsskuldshöjningen (liksom av t.ex. garantifrågor). Frågan hur en relevant definition av risk för beslut om statsskuldens sammansättning bör se ut kan här tänkas få ett adekvat svar.

Det finns anledning betona att ALM är att uppfatta som en tankeram, snarare än ett analysredskap. Till framtida räntor och växelkurser, som bestämmer statsskuldens kostnader, måste i en ALM-tillämpning fogas analyser av den långsiktiga utvecklingen av övriga komponenter i statsbudgeten. Frågan är hur statens inkomster och statens utgifter vid sidan av kostnaderna för statsskulden kan antas samvariera – konjunkturellt och strukturellt – med finansiella variabler. Vidgången av perspektivet gör att statsskuldens sammansättning således skall avvägas inom ramen för en analys som i princip bör omfatta alla faktorer som påverkar budgetsaldot och statsskulden. Skuldens långsiktiga karaktär gör att såväl strukturella faktorer som egenskaperna över en eller flera konjunkturcykler bör beaktas, liksom möjligheten att oväntade chocker skall uppträda. Den långa planeringshorisonten gör samtidigt att analysen är förknippad med stor osäkerhet. Observerade samband visar sig ofta inte vara giltiga i framtiden. Detta bör dock inte uppfattas som en brist i ansatsen. Svårigheterna är fundamentala och dessa faktorer påverkar statsskuldens egenskaper oberoende av om man beaktar dem eller ej. Samtidigt pekar insikten om komplexiteten på vikten av ödmjukhet när det gäller ambitionerna att med kvantitativa analytiska metoder bestämma hur statsskulden bör vara sammansatt.

Det är inte möjligt att överblicka hur en ALM-baserad modell av de svenska statsfinanserna bör läggas upp eller hur långt det går att komma i kvantifiering av de relevanta mekanismerna. Den simuleringsmodell som kontoret redovisar i avsnitt 4 ger emellertid möjlighet att fånga delar av det relevanta perspektivet. Modellen belyser kostnaderna för en statsskuldportfölj med viss sammansättning givet vissa samband mellan hur BNP, räntor, växelkurser och lånebehov utvecklas över konjunkturcykeln. Genom att BNP modelleras går det att studera hur skuldens kostnader i relation till BNP påverkas av statsskuldens sammansättning.

Riksgäldskontoret bedömer att ALM-ansatsen kan och bör utvecklas vidare. Den ger en konceptuellt rimlig tankeram för analys av statsskuldshöjningen. Hur långt det är möjligt att föra analysen i modellmässiga termer är svårbedömt. Beträffande vissa avgörande sam-

band råder genuin osäkerhet, vilket gör att säkra svar inte kan ges. Modeller kan ändå användas för att organisera och disciplinera tänkandet. Riksgäldskontoret avser därför att återkomma med stegvis fördjupade analyser i såväl kvalitativa som kvantitativa termer i kommande förslag till riktlinjer.

3 Skuldförvaltningens inriktning och upp- läggning

3.1 Bakgrund

Riksgäldskontoret bedriver sedan länge aktivt positionstagande i förvaltningen av valutaskulden. För detta ändamål finns en riktmärkesportfölj fastlagd av styrelsen. Kontoret tar positioner genom att, inom angivna limiter, avvika från den skuldsammansättning – i termer av valuta och löptid – som ges av riktmärkesportföljen. Genom att mäta resultatet (i marknadsvärdestermerna) av dessa avvikelser går det också att använda riktmärkesportföljen som bas för utvärdering av positionstagandet. Att detta styr- och utvärderingssystem i allt väsentligt fungerar väl har konstaterats av både regeringen och riksdagen i sina respektive utvärderingar av statsskuldförvaltningen.

Formellt har Riksgäldskontoret – också sedan länge – haft i princip samma styr- och utvärderingssystem för förvaltningen av kronskulden. Här har emellertid målinriktat positionstagande i praktiken aldrig förekommit. Förklaringen är att det ansetts som oförenligt med Riksgäldskontorets ställning som dominerande aktör att ta positioner i kronräntemarknaden. Kontoret kunde misstänkas ta positioner för stigande eller fallande räntor på grundval av kännedom om t.ex. sina egna emissions-, bytes eller uppköpsplaner. Det kunde kanske ge kortsiktiga vinster, men placerare som uppfattar att de agerar mot en motpart med bättre information skulle dra sig bort från marknaden och/eller kräva högre avkastning som kompensation för sitt ökade risktagande. Riksgäldskontoret har i stället arbetat med förutsägbarhet och transparens som de vägledande principerna för både upplåning och skuldförvaltning på kronmarknaden, vilket i praktiken utesluter positionstagande. Detta kan uppfattas som medel för marknadsvård, som syftar till att långsiktigt ge staten lägre lånekostnader.

Sedan det nya styrsystemet togs i bruk används riktmärkesportföljen för styrning av kronskulden. Målet är att så väl som möjligt söka replikera riktmärkesportföljen. Riksgäldskontoret har emellertid, t.ex. i de tidigare riktlinjepromemorierna, gett uttryck för ambitionen att stegvis närma förvaltningen av kronskulden till de principer som gäller för förvaltningen av valutaskulden. Den sistnämnda har således framstått som ett slags ideal för målinriktad skuldförvaltning, delvis med hänvisning till hur konventionell tillgångsförvaltning bedrivs. Vidare har både Riksgäldskontoret och regeringen angivit att avvikelser från riktmärkesport-

följen för kronskulden skall utvärderas i marknadsvärdestermier, dvs. enligt samma premisser som valutaskulden. Även i detta avseende är utgångspunkten således att avvikelser mot kronriktmärket skall ses som uttryck för medvetet tagna positioner.

Något positionstagande förekommer dock inte i förvaltningen av kronskulden. I så måtto är den nuvarande metoden för utvärdering av förvaltningen av kronskulden inte meningsfull; den siktar på att mäta resultatet av en aktivitet som kontoret i praktiken inte ägnar sig åt. Detta framhålls även i finansutskottets betänkande (1999/2000:FiU30) om statsskuldförvaltningen. Utskottet anför att frågan om hur Riksgäldskontoret bör agera i förvaltningen av kronskulden behöver utredas närmare.

Riksgäldskontoret instämmer i att det finns oklarheter i det nuvarande styr- och utvärderingssystemet för kronskulden och att överensstämmelse bör råda mellan utvärderingsprinciper och faktisk verksamhet. Kontoret finner också anledning att närmare granska den tidigare uttryckta ambitionen att anpassa förvaltningen av kronskulden till de principer som gäller för valutaskulden. Dessa frågor diskuteras i det följande avsnittet.

3.2 Förvaltningen av kronskulden

3.2.1 Förutsättningar för och effekter av positionstagande

Utgångspunkten för diskussioner om statsskuldförvaltningens uppläggning är att det avgörande för kostnader och risker är statsskuldens samlade egenskaper. Följaktligen är riktlinjebeslutet det viktigaste, eftersom det bestämmer grundragen i skuldens sammansättning, t.ex. om löptiden skall vara tre år eller fem år. Med riktlinjerna som bas definieras sedan operativa riktmärken. Ett beslut att sedan avvika 0,2 år, säg, från den i riktmärket angivna löptiden har mindre betydelse för totalresultatet än valet att ligga på tre eller fem år. Detta gäller även om man är framgångsrik i sitt positionstagande.

Till detta kommer att ett positivt förvaltningsresultat inte är tillräckligt för att skuldförvaltningen skall anses ha bedrivits i överensstämmelse med det lagstadgade målet att minimera de absoluta kostnaderna. Utvärdering mot ett riktmärke mäter relativa kostnader och om riktmärket är illa valt sett utifrån det överordnade målet är totalresultatet likafullt otillfredsställande. Ett gott förvaltningsresultat mot ett riktmärke på fem år är exempelvis ingen reell framgång om det optimala varit att välja tre års löptid.

För starkt fokus på positionstagande riskerar således att snedvrیدا perspektivet i statsskuldförvaltningen. För mycket resurser kan komma att satsas på positionstagande, både vad gäller själva förvaltningen och i utvärderingarna av densamma. Detta är olyckligt om det sker till pris av mindre genomtänkt upplåning och skuldhantering, eller utvärde-

ringar som ägnas åt de mindre väsentliga delarna av förvaltningen. Det faktum att positionstagandet ger mätbara resultat medan skuld- och marknadsvärd inte så lätt kan utvärderas gör att denna farhåga inte bör underskattas; se vidare avsnitt 3.2.2.

Positionstagande är således varken en nödvändig eller tillräcklig förutsättning för att statsskuldförvaltningen skall uppnå sitt mål. Detta utesluter inte att framgångsrikt positionstagande kan ge betydande vinster mätt i absoluta tal. Om dessa besparingar kan uppnås med liten resursinsats, kan verksamheten vara statsfinansiellt lönsam. Detta är t.ex. den syn som vägleder statens direktupplåning på hushållsmarknaden. Där mäts resultatet genom att jämföra med alternativet att finansiera motsvarande upplåning med konventionella instrument på värdepappersmarknaden. Ett analogt kriterium tillämpas för förvaltningen av valutaskulden och denna har – liksom hushållsupplåningen – uppfyllt sitt lönsamhetskrav. Förutsättningarna är dock annorlunda än för hushållsupplåningen. I det senare fallet bygger lönsamheten på unika produkter, effektiv distribution etc., utan egentliga skillnader i risktagande. Valutaskuldförvaltningen å andra sidan bygger på Riksgäldskontorets förmåga att bedöma och tolka information om finansiella marknadens framtida utveckling.

Förmågan att bedöma hur räntor kommer att utvecklas är avgörande också vid positionstagande i kronkulden, men även andra aspekter måste beaktas. Av särskild betydelse är kontorets dominerande ställning på kronobligationsmarknaden. Den gör att kontorets egna planer, när det gäller t.ex. upplåning, byten och uppköp, kan ha marknadspåverkan, ett problem som aldrig aktualiseras i förvaltningen av valutaskulden. Emellanåt kan kontoret i det löpande arbetet även få del av information från Regeringskansliet innan den kommer till allmänhetens kännedom.

Att Riksgäldskontoret inte bara är en marknadsaktör bland andra illustrerades av händelser i samband med statens försäljning av Teliaktier. Tydligast var den kraftiga ränteeffekten av kontorets besked att en del av Telialikviden skulle användas för uppköp av obligationer. Om kontoret hade positionerat sig för en räntenedgång innan uppköpsplanerna presenterades, hade uppköpen blivit billigare. Det hade emellertid varit liktydigt med att uppköpen inletts i förväg, vilket varit i strid med transparensprincipen, och med god sed på värdepappersmarknaden. Dylikt agerande från Riksgäldskontorets sida skulle skada tilltron till den svenska statspappersmarknaden och höja investerarnas avkastningskrav, till men för staten på lång sikt.

Utgångspunkten måste således, som hittills, vara att Riksgäldskontoret inte skall utnyttja sådan specifik information för positionstagande. Teoretiskt kan man tänka sig att Riksgäldskontoret avstår från att agera i situationer där kontoret har unik kunskap, men ändå ägnar sig åt positionstagande på grundval av allmänt tillgänglig information. Att i praktiken genomdriva att viss information inte får användas som beslutsunderlag i löpande verksamhet är dock problematiskt. För det första är

det svårt att på förhand klassificera information på detta sätt. För det andra kan inte alltid beslut om positionstagande (eller beslut att inte stänga en befintlig position) kopplas till viss information. Oklarheter riskerar därför att uppstå, både i förvaltningen och i utvärderingen av densamma. Vid gränsfall kan kontoret tänkas få kritik antingen för att har varit för aggressivt om positioner har tagits eller för att ha missat besparingsmöjligheter genom att avstå från att agera. Även om Riksgäldskontoret skulle lyckas upprätthålla gränserna internt, kan förtroendet skadas om kontoret av andra marknadsaktörer misstänks använda (eller komma att använda) sin unika ställning för positionstagande. Till detta kan fogas att skuldens storlek gör att det krävs stora transaktioner för att skapa någon väsentlig avvikelse från ett riktmärke. Positionstagande i kronskulden skulle därmed vara förknippat med stora transaktionskostnader, något som stärker bedömningen att detta vore oförenligt med målet om långsiktig kostnadsminimering.

Riksgäldskontorets bedömning är därför att de principiella motiv som har lett till slutsatsen att positionstagande i förvaltningen av kronskulden inte bör förekomma allttjämt har giltighet. De överskott som verksamheten kan tänkas ge uppväger inte nackdelarna, i synnerhet när det gäller statens långsiktiga lånevillkor på kronobligationsmarknaden. Riksgäldskontoret anser därför att de tidigare uttalade ambitionerna att närma principerna för förvaltningen av kronskulden till dem som gäller för valutaskulden bör omprövas. Kontorets särställning på den svenska obligationsmarknaden är så tydlig att sådana planer åtminstone tills vidare bör anstå.

Det är möjligt att de yttre förutsättningarna på sikt kan komma att ändras. En väsentlig faktor är EMU. Svenskt EMU-inträde skulle göra att den svenska statspappersmarknaden kopplades samman med övriga EMU-länders. Därmed skulle en mer aktiv hantering vara möjlig utan alltför stora transaktionskostnader, eftersom de transaktioner kontoret skulle behöva genomföra skulle vara små relativt den samlade omsättningen på marknaderna i EMU-området. Riksgäldskontorets möjlighet att påverka euroräntor i stort vore dessutom små, även om en viss påverkan på svenska statspappersräntor jämfört med andra EMU-räntor allttjämt kan förekomma. Graden av integration av ländernas delmarknader är dock fortfarande en öppen fråga. Det är vidare värt att notera att inget av de nuvarande EMU-länderna har valt att övergå till positionstagande i förvaltningen av sin euroskuld. Intresset har kommit att koncentreras på olika former av marknadsvård i syfte att bevara likviditeten i avistahandeln med det egna landets statspapper. Denna praxis kan komma att ändras när integrationsprocessen nått längre, men i det överskådliga perspektivet synes den nuvarande svenska ordningen passa väl in i det mönster som skulle bli normgivande om Sverige går med i EMU.

3.2.2 Styrning och utvärdering av förvaltningen av kronskulden

Som noterades inledningsvis finns det en diskrepans mellan principerna för förvaltningen av kronskulden och utvärderingen av denna. Utvärdering mot ett riktmärke i marknadsvärderade termer är meningsfullt bara om positionstagande sker. Riksgäldskontorets slutsats i det föregående avsnittet är att positionstagande i skulden i inhemsk valuta för närvarande inte vore ändamålsenligt. Givet denna slutsats måste utvärderingsprinciperna anpassas för att skapa ett konsistent system. I detta avsnitt diskuterar kontoret några hållpunkter för ett sådant system. Som bakgrund redovisas erfarenheterna av de senaste årens riktmärkesstyrning av kronskulden.

Erfarenheter av riktmärkesstyrning av kronskulden

Under 1999 arbetade kontoret med ett transaktionsbaserat riktmärke. Det var så stiliserat att det var relativt enkelt att se till att skulden överensstämde med riktmärket. Kontoret redovisade därför ett nollresultat i utvärderingen av förvaltningen i förhållande till riktmärkesportföljen under 1999.

Även under innevarande år strävar kontoret efter att i huvudsak replikera riktmärket. Årets riktmärke är uttryckt i termer av portföljens genomsnittliga duration. Riktmärket är mer detaljerat än det tidigare, i och med att alla delar av kronportföljen ingår. Det betyder bl.a. att tillfälliga svängningar i statens likviditetsposition kan ge upphov till avvikelser från riktmärket. I många fall är det inte motiverat att motverka sådana avvikelser, eftersom transaktionskostnaderna skulle bli stora. Även större revideringar eller fel i den lånebehovsprognos som legat till grund för låneplaneringen kan slå igenom på skuldens position i förhållande till riktmärket på ett sätt som är kostsamt att motverka. Det kan t.ex. krävas ränteswappar i storleksordningen 10 miljarder kronor som sedan måste vändas efter någon vecka.² Vidare svänger swapkurserna avsevärt på kort sikt, vilket gör att risken i korta placeringar i ränteswappar är betydande.

När kostnaderna för att korrigera durationen är orimliga uppstår i teknisk mening en position och vid utvärdering i marknadsvärdestermerna kan därigenom ett (positivt eller negativt) förvaltningsresultat komma att redovisas, trots att ett beslut att ta en position inte fattats. För att minska risken för sådana slumpmässiga resultateffekter innefattar riktmärkesportföljen en regel om att bara avvikelser över en viss gräns skall ingå i beräkningen av förvaltningsresultatet. Trots detta har riktmärkesportföljen måst revideras under året därför att förutsättningarna för beslutet ändrats, t.ex. när det gäller det förväntade lånebehovet. Svårigheterna att styra kronskulden har varit större än Riksgäldskontoret förutsåg när kronriktmärket konstruerades. Årets kronriktmärke uppfyller således inte kravet att vara replikerbart.

² Som jämförelse kan noteras att Riksgäldskontoret under 2000 räknar med att göra totalt 30 miljarder i långfristiga ränteswappar inom ramen för förvaltningen av valutaskulden.

Styrning- och utvärdering utan positionstagande

Ett komplett riktmärke fungerar både som styrmedel och som utvärderingsinstrument. Bedömningen att positionstagande inte bör ske ändrar inte i sig behovet av att styra kronskulden. Den storhet som avgör förväntad kostnad och risk för kronskulden är skuldens löptid (duration). Det är därför naturligt att även fortsättningsvis ange vilken duration kronskulden skall ha.

En följd av att positionstagande inte är aktuellt är att exakt styrning och mätning av skuldens duration från dag till dag inte krävs. Det väsentliga för skuldens långsiktiga kostnader är hur löptiden utvecklas på sikt. Ett durationsintervall bör kunna tillämpas även i den operativa styrningen. Ambitionerna att på kort sikt hålla durationen nära riktmärket i syfte att undvika resultateffekter kan därmed sänkas, vilket bör bidra till lägre transaktionskostnader. Den osäkerhet som kan sägas präglade årets riktmärke genom att mindre svängningar i durationen gentemot riktmärket inte beaktas vid resultatberäkningen bortfaller också om det görs klart att daglig marknadsvärdering inte är ett relevant resultatmått för förvaltningen av kronskulden. Riksgäldskontoret återkommer i avsnitt 6 med utförligare kommentarer till hur styrningen av kronskuldsförvaltningen kommer att läggas upp.

Givet att det läggs fast att förvaltningen av kronskulden skall inriktas på att nå lägsta möjliga kostnad genom skuld- och marknadsvård är det logiskt att utforma utvärderingsinstrument som tar fasta på hur kontoret hanterar sin uppgift i detta avseende. Skuld- och marknadsvård bör anses innefatta valet av låneinstrument, effektiviteten i primärmarknaden, kontorets bidrag till effektiviteten i sekundärmarknaden och eventuella derivatmarknader etc. Det ligger i sakens natur att skuld- och marknadsvård är ett mångdimensionellt begrepp som inte låter sig omsättas i något entydigt kvantitativt mått. Svårigheterna får dock inte tas som ursäkt för att inte följa upp denna del av kontorets verksamhet. Kvalitativa förhållanden måste kunna bedömas med kvalitativa metoder.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning finns det mot denna bakgrund skäl att låta någon extern konsult granska den svenska statspappersmarknaden och söka bedöma hur den fungerar, absolut sett och i jämförelse med andra länder. Redan i STUP:s betänkande noterades att sådana granskningar kan vara ett sätt att dels följa upp utvecklingen på den svenska statspappersmarknaden, dels ge impulser till förbättringar. På detta inledande stadium vore det också värdefullt att få hjälp med att ytterligare precisera vilka dimensioner som är viktigast för effektiv marknadsvård. Riksgäldskontoret avser därför att initiera en sådan granskning av kontorets agerande och marknadsvårdande åtgärder.

3.3 Resurser för analys och förvaltning

Riksgäldskontoret vill även aktualisera en övergripande fråga som rör förutsättningarna för statskuldsförvaltningen i dess helhet, liksom de

olika delmål som sätts upp för verksamheten. Generellt gäller att god måluppfyllelse förutsätter att kontoret har tillräckliga resurser, i första hand personellt, för att göra de ekonomiska och finansiella analyser som krävs för framgångsrik skuldförvaltning. Detta gäller både arbetet med förslag till riktlinjer och den efterföljande förvaltningen inom riktlinjernas ram.

Det nya styrsystemet innebär en avsevärd höjning av de analytiska ambitionerna inom statsskuldförvaltningen. Riksgäldskontoret bedömer att fortsatt utveckling av styrsystemet är väsentlig. I avsnitt 2 ovan pekar kontoret exempelvis på behovet av att fördjupa analysen av statsskuldens roll i ett bredare statsfinansiellt perspektiv; enkelt uttryckt att utveckla ett ALM-mässigt synsätt på statsskuldförvaltningen. Detta arbete ställer krav på goda insikter i nationalekonomi och finansiell ekonomi i kombination med ingående förståelse av förutsättningarna för statsskuldförvaltningen. Enligt kontorets uppfattning måste kunskaperna om dessa frågor finnas inom kontoret och utvecklingsarbetet drivs internt. Resultat från en extern utredning eller konsultrapport kommer inte att på samma sätt kunna integreras i det övriga arbetet på Riksgäldskontoret. Kompetensen måste således finnas inom Riksgäldskontoret.

Arbete i en policyskapande organisation som Riksgäldskontoret har särskild attraktionskraft, vilket är en viktig förklaring till att kontoret har kunnat rekrytera personer med rätt kompetens och intresseinriktning. Spännvidden i löner och andra anställningsvillkor i förhållande till institutioner med likartad verksamhet kan emellertid inte tillåtas bli för stor om måluppfyllelsen varaktigt skall kunna säkras. Konkurrenssituationen på arbetsmarknaden för personer med relevant kompetens har skärpts. Om kontoret inte förmår att erbjuda medarbetarna konkurrenskraftiga villkor, riskerar utvecklingen av analys och skuldskötsel att stanna av. Detta förhållande måste beaktas i den löpande budgetprocessen.

4 Modeller för analys av statsskuldens sammansättning

4.1 Bakgrund och förutsättningar

I fjolårets riktlinjeförslag redovisade Riksgäldskontoret kvantitativa resultat från en modell som tagits fram för att belysa valet av duration i kronskulden. Regeringen efterlyste i riktlinjebeslutet ytterligare kvantitativt underlag rörande effekter av skuldens sammansättning, i första hand valet av valutaandel. I detta avsnitt redovisar kontoret ett antal analyser med tonvikt på valutaandelens inverkan.

På samma sätt som förra året har kontorets kvantitativa analysarbete baserats på en stokastisk simuleringsmodell. Den modell som använts i

är kan ses som en vidareutveckling av fjolårets. Modellen har utvecklats vidare på huvudsakligen två sätt.

För det första ingår nu ytterligare två ekonomier, EMU och USA. Därmed ingår växelkurser i modellen, vilket gör att frågan om valutaskuldens relativa storlek kan belysas, inte endast durationsvalet i kronskulden. För det andra har modellens struktur i vissa avseenden förenklats. När man tillför ytterligare ekonomier som är länkade till varandra via växelkursmekanismer blir antalet fria parametrar mycket stort. Risken är att modellen blir alltför komplex, vilket riskerar att grumla intuitionen från modellens resultat. Det har därför varit nödvändigt att förenkla modellen, men för att göra dygd av nödvändigheten kan man hävda att det är tveksamt om den detaljeringsgrad som fanns i förra årets modell är nödvändig i en analys som syftar till att beskriva skuldportföljens kostnader och risker i stora drag. I vissa andra avseenden, främst vad gäller processen för den korta räntan, har årets modell gjorts något mer komplex, förhoppningsvis utan att intuitionen går förlorad.

Realobligationer ingår inte i modellen i den nuvarande versionen. Genom att inflationen modelleras är det dock möjligt att i det fortsatta utvecklingsarbetet föra in reallån i analysen och därmed få en mer komplett bild av de valmöjligheter staten har.

Det bör betonas att det är fråga om en simuleringsmodell. Dess syfte är således att utifrån vissa angivna antagande belysa stiliserade egenskaper hos ekonomin och statsskulden. I sådana modeller är *känslighetsanalyser* viktiga, bl.a. för att belysa hur alternativa antaganden påverkar resultaten. Nedan redovisar kontoret därför både en grundparameterisering av modellen och en känslighetsanalys. Utrymmet att redovisa resultat från olika antaganden i denna promemoria är begränsat. Riksgäldskontoret har heller inte haft tid att pröva alla de parameterkombinationer som kan tänkas vara intressanta. Modellen är emellertid byggd i ett användarvänligt format, som gör att det är relativt enkelt för andra än modellens konstruktörer att stoppa in egna antaganden. Modellen står således till Finansdepartementets förfogande. För en mer detaljerad beskrivning av modellen och resultaten hänvisas till den tekniska rapport som kontoret utarbetat i anslutning till arbetet med riktlinjeförslaget.

I likhet med föregående år har kontoret samarbetat med externa konsulter, i år främst från Salomon Smith Barney (SSB) i London. Utvecklingen av den analysmodell som presenteras nedan har gjorts av kontorets egna analytiker. I detta arbete har dock SSB fungerat som samtalspartner och lämnat värdefulla kommentarer under arbetets gång. Därutöver har SSB utarbetat en rapport baserad på modeller som SSB tagit fram, som särskilt tar fasta på frågan om valutaskuldens relativa storlek. Resultatet från konsultrapporterna sammanfattas och kommenteras nedan.

4.2 Riksgäldskontorets simuleringsmodell

Simuleringsmodellen består av två delar. Dels vad som nedan kallas strategidelen, vilken styr hur statsskuldens sammansättning och löptid utvecklas över tiden, dels en makrosimuleringsdel som styr utvecklingen av de makrofaktorer som påverkar portföljen och dess kostnader. Dessa två delar beskrivs i tur och ordning nedan.

4.2.1 Strategidelen i simuleringsmodellen

Strategidelen av modellen styr hur staten finansierar det löpande lånebehovet och refinansierar förfallande lån (eller köper tillbaka lån i de fall lånebehovet är negativt). I strategidelen beräknas även de kostnader och risker som olika strategier är förknippade med. Strategierna är uttryckta som dels ett mål för fördelningen mellan svenska kronor, euro och dollar, dels ett durationsmål (i år) för var och en av dessa valutor. Portföljens totala duration kommer därför att bestämmas som ett vägt genomsnitt av delskuldernas duration.

Simuleringen av de olika strategierna tar sin utgångspunkt i en startportfölj, specificerad som ett antal kassaflöden i olika valutor. Alla flöden är grupperade periodvis, per månad. Startportföljen kan vara den faktiska statsskuldportföljen, men den kan också vara vilken annan portfölj som helst. Eftersom syftet är att analysera övergripande strategiers långsiktiga kostnads- och riskegenskaper, snarare än att se på hur dessa skulle kunna implementeras, har utgångspunkten för simuleringarna varit portföljer med en total storlek motsvarande den svenska stats-skuld, men med egenskaper som redan från början uppfyller målet för strategin.

I varje period finns ett externt nettolånebehov från den simulerade ekonomin, vilket antas inkludera räntebetalningar. Till detta lånebehov läggs sedan de förfall som inträffar i den aktuella perioden, omräknade till kronor med simulerade valutakurser, så att det totala lånebehovet för perioden erhålls. I de flesta fall är detta positivt. Det totala lånebehovet fördelas över de olika valutorna enligt den aktuella strategins fördelningsmål. Därefter beräknas den utestående portföljens duration, per valuta, efter det att periodens förfall inträffat, men innan någon nyupplåning genomförts.

Givet dessa durationstal och lånebehovet i varje valuta kan man beräkna vilken duration nyupplåningen skall ha för att man skall uppnå durationsmålet. Den erforderliga durationen uppnås genom att två nya obligationer i respektive valuta emitteras. I modellen sker all nyupplåning i parobligationer, dvs. obligationer med kupongränta lika med aktuell marknadsränta, med löptid mellan ett och tio år. Simuleringsperioden är genomgående tio år.

Det är viktigt att notera att strategisimuleringen inte är riggad på ett sådant sätt att målet för skuldandelarna uppfylls i varje period. Anledningen är att detta systematiskt skulle missgynna valutaskulden, efter-

som en försvagning av kronan leder till en större andel valutaskuld, vilket i sin tur leder till att man måste göra återköp av valutaskulden då det är dyrt, och vice versa. Däremot ligger portföljerna i genomsnitt på sina respektive allokeringsmål.

De kostnader som beräknas i modellen är i första hand skuldkostnader, dvs. de kostnader som slår igenom i statens budget. Detta innebär att kortsiktiga fluktuationer i marknadsräntorna inte får något genomslag i form av *realiserade* kursvinster och kursförluster. Däremot ingår alltid *realiserade* kursvinster och kursförluster vid återköp. Definitionerna av kostnader och risker har stor betydelse för resultaten och tolkningen av dessa. För att göra framställningen något mer konkret har diskussionen av kostnads- och riskmått förlagts till det avsnitt som behandlar resultaten.

4.2.2 Simulering av makroekonomiska variabler

För att kunna utvärdera olika strategier är det nödvändigt att modellera de makroekonomiska variabler som styr kostnader och risker. Den makroekonomiska modellen består av sex byggstenar för var och en av de tre valutorna (kronor, euro och dollar). Dessutom finns en sjunde byggsten för krondelen, nämligen lånebehovet. De gemensamma byggstenarna är modeller för:

- Konjunkturregimen
- Inflationen
- BNP
- Korträntan
- Skillnaden mellan lång och kort ränta
- Växelkurser

Nedan beskrivs i korthet var och en av dessa delkomponenter. Gemensamt för de flesta är att de modelleras med hjälp av en s.k. autoregressiv process (AR-process) som har följande utseende för en godtycklig tidsserie y .

$$y_t = \alpha + \beta y_{t-1} + \varepsilon_t$$

där ε är en slumpkomponent som är normalfördelad med konstant varians och väntevärde noll. Koefficienten beta styr hur stort beroendet av tidigare perioders värden är.³ Den här processen är ett enkelt men flexibelt sätt att modellera tidsserier över ekonomiska makrodata.

³ Är beta nära ett kommer det att ta mycket lång tid för serien att återvända till sitt väntevärde. Man kan visa att detta väntevärde är

$$E[y_t] = \frac{\alpha}{1-\beta}$$

Skulle beta vara lika med ett kommer serien att vara icke-stationär, dvs. den saknar helt tendens att återvända till något medelvärde.

Konjunkturregimen

Konjunkturregimen är en väsentlig underliggande variabel i modellen. Den kan endast anta två värden: hög- respektive lågkonjunktur. Regimen påverkar sedan de övriga variabelernas processer genom att dessa kan ha en separat uppsättning alfa- och betakoefficienter för de båda regimerna. På så vis kan man erhålla olika väntevärden i hög- och lågkonjunkturregimerna för exempelvis BNP.

Själva regimen modelleras på så vis att sannolikheten att man i nästa tidsperiod kommer att befinna sig i en viss regim endast bestäms av vilken regim som råder under innevarande period. Den variabel som bestämmer konjunkturregimen sägs då följa en Markov-kedja. En typisk parameterisering av en sådan modell är att sannolikheten för att ett kvartal av högkonjunktur följs av ännu ett kvartal av högkonjunktur är 90 procent. Den angivna sannolikheten svarar mot att en genomsnittlig högkonjunktur varar i tio kvartal; $(1/(1-0,9)) = 10$.

BNP

Den reala BNP-tillväxten antas följa en regimberoende AR-process. Utgångspunkten för grundparameteriseringen har varit empiriska data. Vidare modelleras potentiell real BNP som ett vägt genomsnitt av den förväntade tillväxten i hög- respektive lågkonjunktur, vägda med sannolikheten att befinna sig i respektive regim. Nominell BNP modelleras sedan genom att den simulerade inflationen adderas till den reala tillväxten. I grundparameteriseringen har Sverige och EMU-området fått konjunkturcykler med likartade egenskaper. USA antas ha en något högre potentiell tillväxt och därtill högkonjunkturer som i genomsnitt varar något längre.

Inflationen

Inflationen följer en AR-process som är parameteriserad på ett sådant sätt att centralbankens (möjligen implicita) inflationsmål är uppfyllt. Under vissa perioder kommer inflationen att avvika från målet, ibland väsentligt, men i genomsnitt förväntas målet vara uppfyllt.

Korträntan

Korträntan modelleras utifrån en s.k. Taylor-regel. Den innebär att centralbanken höjer styrräntan om inflationen förväntas överstiga ett visst mål och om det finns ont om lediga produktionsresurser i ekonomin. I modellen fångas det senare av det s.k. produktionsgapet, definierat som skillnaden mellan potentiell och faktisk real BNP. Korträntan följer en AR-process som successivt anpassar sig mot Taylor-räntan. Centralbankerna sätter alltså inte styrräntan till exakt den kortränta som Taylor-regeln implicerar i varje period utan ägnar sig åt s.k. interest rate smoothing.

Avkastningskurvans lutning

Skillnaden mellan lång och kort ränta följer en AR-process med olika parametrar för de båda regimerna. Den typiska avkastningskurvan i modellen är flackare under lågkonjunkturer och brantare under högkonjunkturer. Dessutom föregriper avkastningskurvan de regimer som observeras i tillväxten med sex månader, vilket innebär att kurvan börjar flacka under slutet av högkonjunkturerna och blir brantare i slutet av lågkonjunkturerna.

Växelkurserna

De reala växelkurserna modelleras som AR-processer med trender som avspeglar skillnader i långsiktig potentiell tillväxttakt. Anpassningen mot dessa jämvikter sker långsamt, och på kort sikt påverkas de reala växelkurserna av skillnader mellan ländernas tillväxttakter och mellan deras långräntor. Nominella växelkurser skapas genom att skillnaderna i inflationstakter adderas eller subtraheras. I grundparameteriseringen görs inget antagande om trender i de reala växelkurserna, annat än de som följer av skillnaderna i potentiell BNP och inflation. Med dessa antaganden implicerar modellens struktur en viss förstärkning av kronan mot dollarn, samtidigt som kronan försvagas mot euron.

Lånebehovet

Modelleringen av lånebehovet (för den svenska delen av modellen) tar sin utgångspunkt i det finanspolitiska målet om ett visst överskott i de offentliga finanserna sett över en konjunkturcykel. Med ett mål om ett överskott på 2 procent av BNP i det finansiella sparandet är, med hänsyn tagen till pensionssystemet, ett lånebehov om 0,5 procent av BNP över konjunkturcykeln ett rimligt antagande. Detta implicerar att skulden växer i nominella termer, medan den krymper som andel av BNP.⁴

Konjunkturcykelns längd bestäms av regimsannolikheterna. Utifrån denna information kan man sedan härleda en tumregel om hur mycket som skall amorteras eller lånas i varje period. Beroende på ekonomins tillväxttakt i en viss period blir det simulerade lånebehovet sedan större eller mindre än det lånebehov som impliceras av tumregeln.

Nyckelantagandena i grundparameteriseringen i övrigt framgår av tabellen nedan. De angivna värdena är variablernas väntevärden. De variabler som är regimberoende har två väntevärden, ett för högkonjunktur (h) och ett för lågkonjunktur (l). I fallet med den reala växelkursen följer väntevärdet en trend och det angivna värdet för den reala jämviktsväxelkursen är det initiala väntevärdet. Detta utvecklas sedan med hänsyn till skillnader i potentiell BNP, vilka kan sägas reflektera skillnader i produktivitetstillväxt. På motsvarande sätt påverkas vänte-

⁴ Givet att målet är uttryckt i finansiellt sparande skulle en analys byggd på statens finansiella sparande ge en bättre beskrivning av den budgetpolitiska restriktionen. Statsskulden påverkas emellertid av budgetsaldot. Eftersom modellen syftar till att beskriva statsskuldens utveckling över tiden antas att budgetsaldot överensstämmer med det finansiella sparandet.

värdet i den nominella växelkursen av skillnader i inflationens väntevärde. Mer detaljer om parameteriseringen, antaganden om volatiliteter etc. återfinns i den tekniska rapporten.

Grundparameteriseringens antaganden			
Variabel	Sverige	EMU	USA
Korrränta	5,0 %	4,5 %	5,5 %
Spread (10år-3m) (h)	100bp	100bp	75bp
Spread (10år-3m) (l)	-25bp	-25bp	-25bp
Real växelkurs	–	SEK 8,00	SEK 9,00
Inflation	2,0 %	1,5 %	2,5 %
Real tillväxt (h)	3,6 %	3,4 %	4,0 %
Real tillväxt(l)	-2,2 %	-1,3 %	-1,9 %
Duration (l) (månader)	57	57	62
Duration (h) (månader)	15	15	11

4.3 Resultat från Riksgäldskontorets modell

4.3.1 Undersökta strategier

Målet med analysen är att belysa effekterna av durationsval och valutaandelen i grova drag. Därför bör de strategier som undersöks vara tydligt åtskilda och spänna över ett relativt stort område. Det är även tillfyllest med ett litet antal strategier. Valutaandelen har därför fått variera mellan 0 och 45 procent, i 15-procentssteg. Andelarna euro och dollar har satts till 70 respektive 30 procent, ungefär motsvarande den nuvarande valutaskuldens sammansättning. Durationstalen är två, tre respektive fyra år. I samtliga strategier är durationsmålet detsamma för de tre delskulderna. Detta ger följande tolv strategier:

Andel valuta	Duration valutaskuld (år)	Duration kronskuld (år)
0%	2	2
15%	2	2
30%	2	2
45%	2	2
0%	3	3
15%	3	3
30%	3	3
45%	3	3
0%	4	4
15%	4	4
30%	4	4
45%	4	4

4.3.2 Kostnadsmått

I analysen har kontoret använt två kostnadsmått, ett *nominellt* där kostnaderna mäts i kronor, och ett mer reallt där kostnaderna uttrycks som andel av BNP, kallat *skuldkostnadskvoten*. Risker i de båda måtten uttrycks som percentilavståndet mellan den 50:e och 95:e percentilen i den simulerade kostnadsfördelningen. Ett sådant 95-procentigt percentilavstånd på t.ex. 20 procent kan tolkas som att det är 5 procent sannolikhet att kostnaden för portföljen i fråga skall hamna mer än 20 procent över medianen. Är percentilavståndet 40 procent, är det 5 procent sannolikhet att utfallet ska avvika med mer än 40 procent från genomsnittet. Ju större percentilavstånd, desto mer riskfylld är således portföljen. Att uttrycka risken på detta sätt snarare än i termer av fördelningens standardavvikelse innebär att man kan fokusera på den sida av risken som är den relevanta, nämligen att kostnaderna för statskulden blir signifikant högre än förväntat.

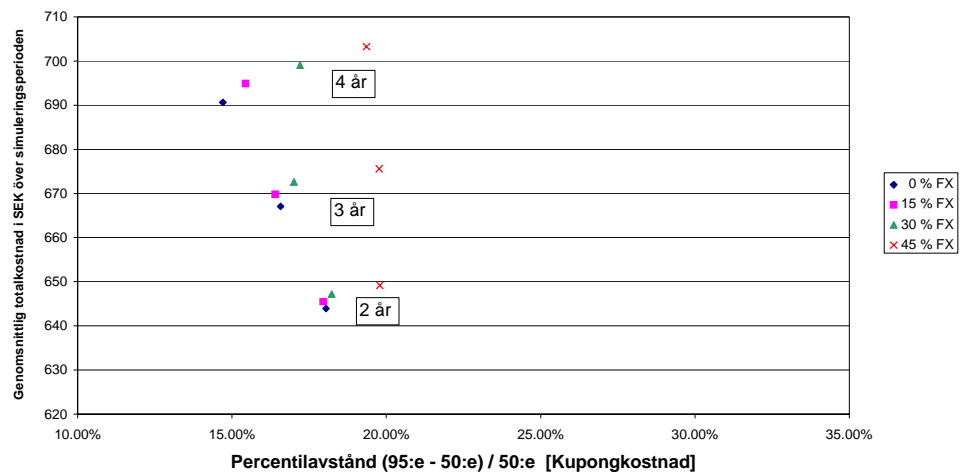
4.3.3 Nominella kostnader

Med detta kostnadsmått beräknas skuldkostnaderna i kronor period för period, dvs. alla kupongbetalningar omräknade med den simulerade växelkursen för varje period, samt eventuella realiserade kursvinster eller kursförluster på lån som köps upp.

I diagrammet nedan syns resultaten av simuleringarna av de tolv strategierna med grundparameteriseringens antaganden. I grova drag påverkas kostnaderna primärt av durationsvalet medan valet av valutaandel huvudsakligen påverkar risken. En portfölj med enbart lån i svenska kronor och med en kortare duration har en lägre förväntad kostnad med en något högre risk, vilket ligger i linje med de resultat som kontoret presenterade förra året. Detta resultat hänger huvudsakligen samman med antagandet om i genomsnitt uppåt lutande avkastningskurvor och det faktum att en kortare portfölj refinansieras oftare och därför påverkas mer av volatiliteten i räntorna.

Valutakurseffekterna på räntebetalningarna är något mindre än effekterna från durationsvalet. Med den givna parameteriseringen finns heller ingen kostnadsfördel med valutalån. De något lägre räntorna i EMU äts upp av den depreciering gentemot euron som följer av den lägre inflationstakten i EMU. Även om det finns en motsvarande effekt från en apprecierande dollar, är det euro-effekten som dominerar genom valutaskulden till 70 procent utgörs av euro. I riskhänseende finns det dock ett minimum vid 15 procent valutaskuld för portföljerna med en duration om 2 eller 3 år.

Nominella kostnader - Endast kupongkostnader



Det är värt att notera att den riskbild som kommer till uttryck genom att endast ta hänsyn till kupongbetalningarna bygger på starka antaganden.⁵ Att ignorera valutakurseffekter på obligationernas mantelbelopp implicerar att staten ger ut eviga obligationer i utländsk valuta som sedan får vara utestående för gott. Eftersom stocken av valutalån då i princip inte förändras, implicerar detta vidare att den nuvarande skuldstocken skulle vara optimal, inte som andel av den totala skulden, utan räknat i nominella valutabelopp.

Då det är svårt att tro att den nuvarande valutaskuldsstocken skulle vara i någon mening optimal, och därtill kunna förväntas vara optimal över tiden, underskattar detta mått den reella risken. Därför kan det vara väsentligt att beakta marknadsvärdeförändringarna vid en bedömning av riskerna med valutalån. I kvalitativa termer innebär hänsyn till kurseffekter på mantelbeloppen att risken med valutalån ökar väsentligt, eftersom dessa är långt större än kupongbeloppen i utländsk valuta. Simuleringar där marknadsvärdena slår igenom fullt ut indikerar att risken med valutalån är så stor att den optimala valutaandelen vore 0 procent. Att låta marknadsvärdena slå igenom fullt ut ger dock inte heller en realistisk bild av risken, eftersom det troligtvis aldrig blir aktuellt att återköpa utlandsskulden inom ramen för ett mycket kort tidsintervall. Med detta synsätt överskattas alltså risken.

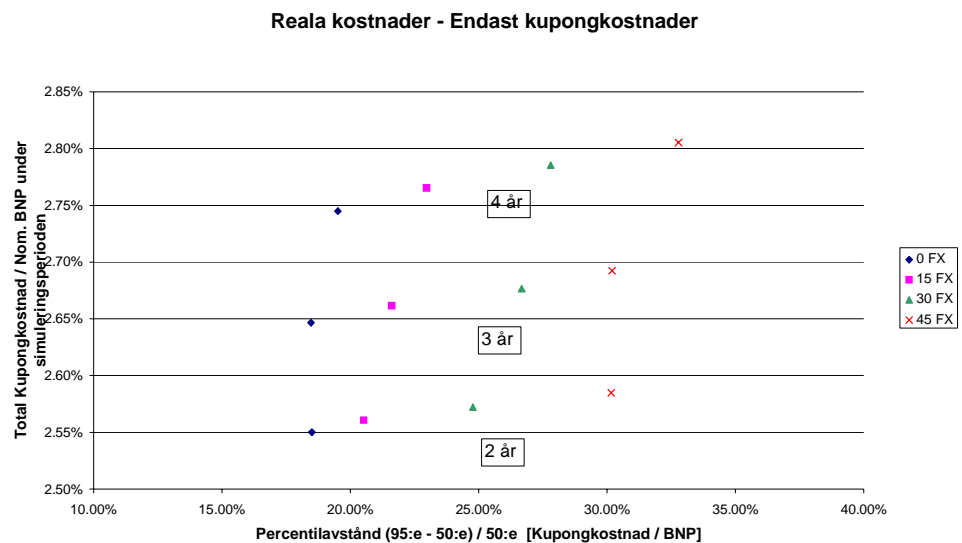
⁵ Valutakursfluktuationer får genomslag på skuldens storlek och det finns därigenom en andra ordningens effekt på kupongkostnaderna. Effekten uppkommer eftersom en deprecierande krona skulle leda till ett större refinansieringsbehov, vilket i sin tur leder till ett större bruttolånebehov och därmed till större framtida kupongkostnader. Effekten är dock begränsad till den påverkan som skuldens storlek har på kupongkostnaderna. De kursvinster och kursförluster som uppstår vid refinansieringen av valutalån adderas av modelltekniska skäl inte till kupongkostnaderna, vilket gör att måttet inte är direkt jämförbart med budgetposten *räntor på statsskulden*. Att använda ett mått som mer liknade *räntor på statsskulden* skulle innebära att en större del av variabiliteten i valutakurserna får genomslag på kostnaderna, vilket skulle leda till att valutaskuld skulle uppfattas som mer riskfylld, allt annat lika. Denna effekt skulle således förstärka resultatet att stor valutaandel ökar risken. Kontoret avser framgent att ta fram ett kostnads mått i modellen som fångar kurseffekter på förfallande lån.

Sammanfattningsvis pekar de nominella kostnadsmåtten på att valutaexponering medför betydande risker och att vinsterna med diversifiering endast kan motivera en mer begränsad valutaexponering. Även med ett ur riskhänseende partiellt fokus på kupongkostnaderna är det svårt att rättfärdiga en större andel än 15 procent valuta. Ju större vikt man sedan lägger på valutakurseffekterna på manteln, desto mindre blir den optimala andelen valuta.⁶

4.3.4 Kostnader uttryckta som andel av BNP

Skuldkostnadskvoten, där nominella kupongkostnaderna anges som andel av BNP, kan motiveras med att budgetsaldot kan antas vara korrelerat med tillväxten och att lägre skuldkostnader som andel av BNP därmed innebär mindre krav på Anpassningar i statsbudgeten för att klara av räntebetalningarna. Detta kostnadsmått är, i all sin enkelhet, ett steg i riktningen mot ett mer ALM-baserat synsätt i enlighet med diskussionen i avsnitt 2.2.2. Från den synpunkten framstår skuldkostnadskvoten som ett mer intressant mått.

Riskmättet är, som ovan, ett percentilavstånd i fördelningen av skuldkostnadskvoter över hela simuleringshorisonten. Resultaten framgår av figuren nedan.



Det är inledningsvis värt att notera att det utbytesförhållande mellan kostnader och risker som fanns i de nominella resultaten inte föreligger. En durationsförkortning leder inte bara till lägre kostnader utan även till en lägre risk. Detta, kanhända kontraintuitiva, resultat förklaras av ränteprocessen i modellen. Hög tillväxt leder till att produktionsgapet sluts och till att den korta räntan höjs via att Riksbanken följer Taylor-regeln. Eftersom avkastningskurvan har en i genomsnitt konstant lutning för en given regim sker huvudsakligen parallella skift i avkastningskurvan. En kortare portfölj leder därför till att en relativt större andel av skulden

⁶ I redovisningstermer fångas kursförlusten när ett visst lån förfaller oberoende av om det refinansieras i samma valuta eller ej, vilket i sin tur leder till effekter på budgetsaldot.

refinansieras i varje period, vilket i sin tur leder till en högre korrelation mellan kupongkostnaden och det allmänna ränteläget under simuleringsperioden. Detta och att räntorna och BNP via Taylor-sambandet är högt korrelerade resulterar i en högre korrelation mellan kupongkostnaden och BNP för kortare portföljer. Följden av detta är en mindre volatil skuldkostnadskvot med kort skuld. De lägre kostnaderna för en portfölj med kortare duration följer, som tidigare, av antagandet om i genomsnitt uppåt lutande avkastningskurvor.

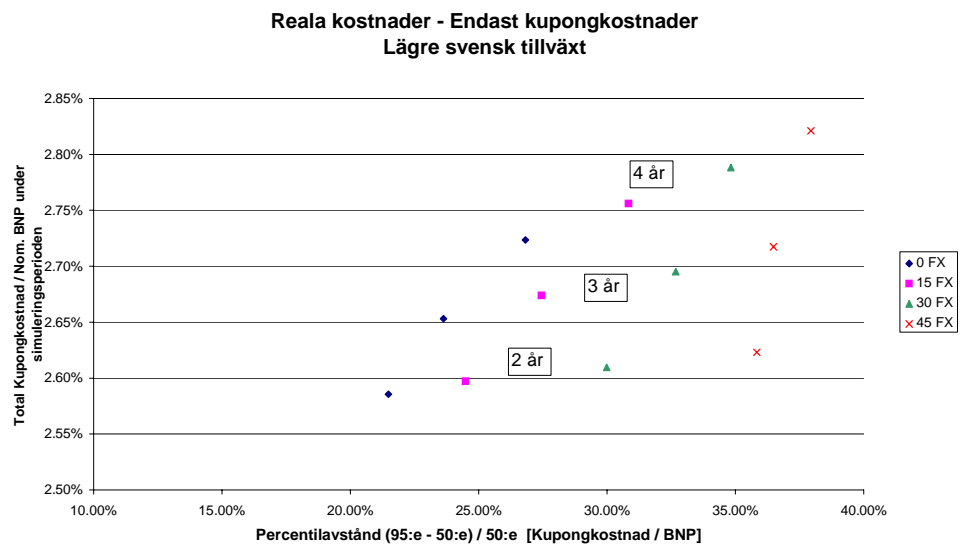
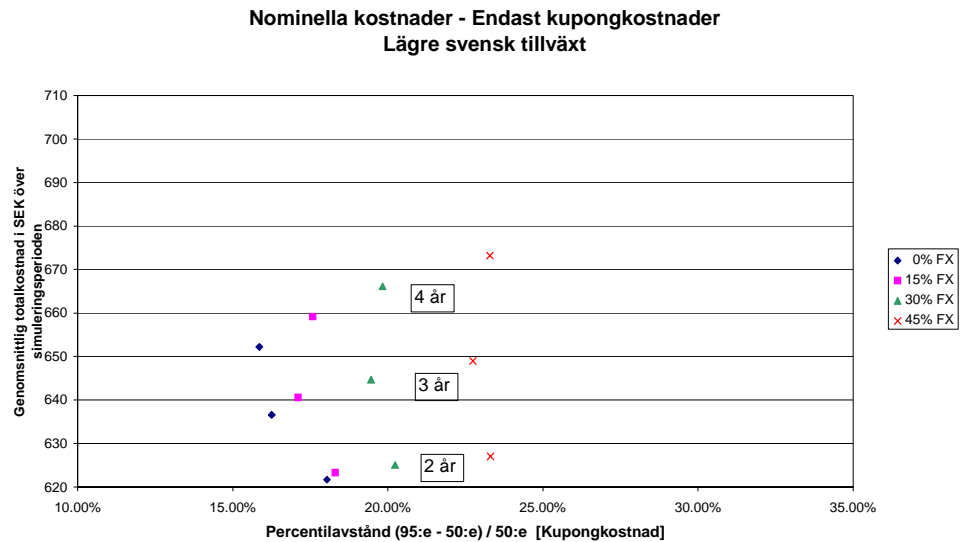
Att tillföra en större andel valuta innebär såväl högre risk som högre kostnad. Den högre kostnaden är huvudsakligen en produkt av modellens parameterisering, medan den högre risken är en produkt av modellens struktur. Tillväxten och därmed räntorna i EMU och USA är oberoende av varandra och av räntorna i Sverige. Därigenom bidrar en ökad valutaandel entydigt till en större variabilitet i skuldkostnadskvoten, eftersom korrelationen mellan kupongkostnaden och BNP minskar ju större valutaandelen är. Jämför man effekterna på risknivån av att förlänga durationen med effekterna av att inkludera en större andel valuta, är valutaeffekten väsentligt större, under grundparameteriseringens antaganden. Att konjunkturcykeln i Sverige är oberoende av konjunkturen i EMU och USA är ett starkt antagande. Effekterna av valutaupplåningen på det reala kostnadsmåttets volatilitet beror på vad man antar om de utländska räntornas korrelation med den svenska konjunkturcykeln. Kvalitativt borde ändå resultatet att ökad valutaskuld leder till en större risk i detta avseende vara robust, eftersom perfekt korrelation inte föreligger.

Ett mer reellt synsätt implicerar alltså att en kort duration och en låg andel valuta leder till både lägre kostnader och en lägre risk, givet modellens antagande. Det är dock på sin plats att betona att detta starka resultat hänger samman med ett väl så starkt implicit antagande i modellen. I modellvärlden åtnjuter såväl finanspolitiken som penningpolitiken *konstant* fullt förtroende från aktörerna på penning- och valutamarknaderna. Alla mer explosiva scenarier är uteslutna, och alla finansiella variabler återvänder, för eller senare, till sina väntevärden. Framför allt är resultatet med den låga reala risken i den korta upplåningen känsligt för detta antagande. En förtroendekris för finans- och penningpolitiken skulle med en kort upplåningsstrategi kunna medföra att en stor andel av portföljen måste sättas om vid ett ogynnsamt ränteläge.

Vad avser risken i valutaupplåningen kan det vara rimligt att tänka sig att en förtroendekris skulle kunna påverka kronkursen negativt, vilket allt annat lika skulle innebära en ökad risk med valutaskuld. Att lätta på antagandet om konstant fullt förtroende skulle alltså försvaga resultatet om låg risk i kort upplåning, men samtidigt förstärka resultatet om en högre risk till följd av en större valutaandel.

4.3.5 Känslighetsanalys

Som en enkel känslighetsanalys redovisas här en alternativ parameterisering där den svenska tillväxten utvecklas väsentligen svagare än i grundparameteriseringen. Detta åstadkoms genom att regimerna för hög- och lågkonjunktur antas vara lika långa. Den genomsnittliga tillväxten med denna parameterisering blir endast 0,7 procent årligen. Övriga parametrar och mekanismer är identiska med grundmodellens. I figurerna nedan redovisas såväl det nominella som det reala kostnads måttet.



De flesta kvalitativa resultaten från grundmodellen kvarstår. För båda kostnads måtten innebär en större valutaandel ökad kostnad. Detta hänger samman med den relativt sett svagare tillväxten i Sverige och en därmed generellt deprecierande krona. Resultatet att en kort duration leder till högre korrelation med BNP förstärks här, vilket hänger samman med att antalet regimskift blir mindre och korrelationen mellan räntor och BNP generellt sett större. På nytt är antagandet att tilltron till

den ekonomiska politiken är orubbad avgörande. Detta antagande kan uppfattas som än starkare i detta dystra tillväxtscenario.

4.4 Salomon Smith Barneys rapport

SSB har arbetet med två modeller för att illustrera kostnads- och risk-egenskaperna hos portföljer med olika valutaandel. Dels har man använt traditionell portföljvalsteori för att illustrera hur antaganden om kostnadsdifferenser, volatiliteter och korrelation leder till olika optimal andel valutaskuld, dels har man arbetat med en simuleringsmodell som liknar den kontoret utvecklat internt.

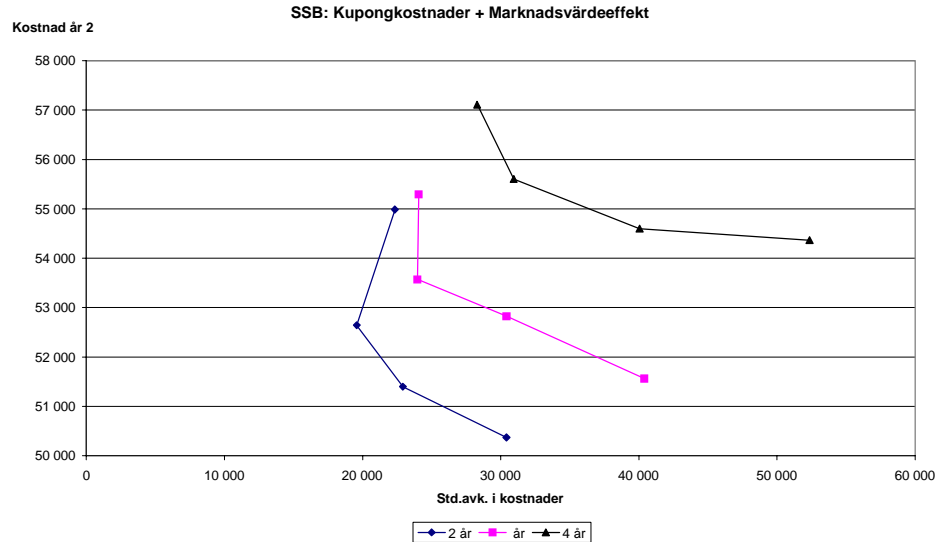
I den förstnämnda analysen antas att lån i kronor respektive valuta skiljer sig åt både beträffande kostnader och risker. I ett kostnads-/riskdiagram kan de båda skuldslagen då beskrivas med varsin punkt. Portföljer som innehåller båda skuldslagen kommer att ligga på en linje som sammanbinder de båda punkterna, i portföljsammanhang kallas denna linje för *front*. Utseendet på fronten beror på korrelationen mellan kostnaderna för kron- och valutaskuld. Om korrelationen är ett kommer fronten att vara en rät linje mellan de båda punkterna. Ju lägre korrelationen är, desto mer böjd mot origo kommer fronten att bli och desto mer kan risken minskas genom att båda skuldslagen inkluderas i portföljen. SSB undersöker korrelationerna $-0,5$, 0 och $0,5$. Med en korrelation om $-0,5$ minimeras risken vid 24 procent valutaskuld, medan 14 procent valutaskuld leder till minsta risk om korrelationen är noll. Med positiv korrelation, $0,5$, leder all valutaskuld till att risken ökar, en renodlad kronportfölj ger då lägsta risk.

Den riskminskning som valutaskulden med negativ korrelation ger upphov till måste förstås relateras till den förändrade kostnadsbilden. Om kostnaden för valutaskuld är lägre än kostnaden för kronskuld kommer portföljens kostnader att minska ju mer valutaskulden ökar. En viss valutaandel är då entydigt gynnsam, eftersom både kostnad och risk minskar. I det fall då kostnaden för valutaskuld är högre, sker riskminskningen till priset av en högre risk – huruvida en viss andel valutaskuld då är önskvärd beror på vilken avvägning man gör mellan kostnad och risk.

Den andra modellen SSB har arbetat med är en simuleringsmodell av samma typ som kontorets interna modell. Den största skillnaden mot kontorets modell är att SSB:s modell inte har den ekonomiska struktur med t.ex. Taylorsambandet som koppling mellan ekonomiska faktorer och räntor. I stället simuleras räntor och valutakurser direkt som stokastiska variabler utifrån en angiven korrelationsmatris. SSB använder också en mer avancerad modell för simuleringen av avkastningskurvan.

SSB simulerar dels utifrån korrelationer som baseras på historiska data fr.o.m. 1994, dels utifrån de korrelationer som impliceras av kontorets makroekonomiska modell. Det faktum att man använder korrelationer från kontorets modell måste dock inte leda till att resultaten blir exakt

desamma, eftersom de orsakssamband som finns i kontorets modell fortfarande inte finns i SSB:s modell. Något annorlunda portföljsimuleringsdel och kostnadsmått gör också att det är svårt att jämföra resultaten direkt. I diagrammet nedan visas kostnader och risker för de tolv strategier SSB undersöker, grupperade efter duration.



I kostnadsmåttet ingår här marknadsvärdeförändringar, och värdena på den vertikala axeln är kostnaderna för skulden under det andra året i simuleringen. Med en duration på mellan två och tre år innebär en valutaandel på upp till 15 procent en riskminskning. Mellan 15 och 30 procent fortsätter risken att minska, men i något långsammare takt (främst för portföljer med kort duration), och över 30 procent får man betala ganska mycket för att marginellt minska risken. SSB tittar på flera andra kostnadsmått och ett par alternativa parameteriseringar. Deras kvalitativa slutsats är att valutaskuldens andel av den totala skulden bör reduceras signifikant och vara någonstans i intervallet 15–25 procent.

4.5 Sammanfattning och slutsatser av modellanalyserna

Den kvantitativa analys som kontoret företagit internt och som gjorts av SSB på kontorets uppdrag inför årets riktlinjeförslag kan kort sammanfattas som följer:

- Givet antagandet om i genomsnitt uppåtlutande avkastningskurvor kan kostnadsbesparingar i nominella termer erhållas genom en relativt kort duration, utan att risken, uttryckt som variation i räntebetalningarna, blir oacceptabelt stor. Med ett reallt kostnadsmått, skuld-kostnadskvoten, blir detta resultat än starkare, eftersom räntekostnaderna i modellen samvarierar med statens intäkter.
- Med ett nominellt kostnadsmått pekar analyserna på att valutaskuld leder till större variation i kostnaderna och endast begränsade diversifieringsvinster. Valutaupplåning ger heller ingen förväntad kostnadsfördel. I Riksgäldskontorets modell kan en valutaandel på ca 15 pro-

cent motiveras utifrån ett nominellt kostnadsmått. SSB:s modell pekar på en något högre andel, mellan 15 och 25 procent. Med skuldkostnadskvoten som mått framstår valutaskuld som ett mer riskfyllt alternativ. Eftersom kostnadsskillnaderna är små, pekar detta mått på att valutaskulden bör dras ner till noll.

- Resultaten bygger på antagandet om fullständigt förtroende för såväl penning- som finanspolitiken. Att lätta på detta antagande skulle sannolikt implicera att en längre duration, men också en mindre andel valutaskuld vore ändamålsenligt, särskilt om utgångspunkt tas i skuldkostnadskvoten.

Det bör understrykas att Riksgäldskontorets modell är ett analysverktyg under utveckling. Andra antaganden kan och bör studeras för att förbättra förståelsen för modellens egenskaper och simuleringsresultatets känslighet. Även modellens struktur kan behöva omprövas och testas mer ingående. Dessa förbehåll till trots är det kontorets mening att modellen i dess nuvarande skick belyser väsentliga egenskaper och mekanismer hos den svenska statsskulden och den bakomliggande ekonomin.

5 Förslag till riktlinjer

5.1 Utgångspunkter

Statsskuldens egenskaper bestäms i allt väsentligt av hur skuldens fördelas mellan de tre grundläggande skuldslagen – nominell kronupplåning, real upplåning och valutaupplåning – samt av löptiden och förfalloprofilen i respektive skuldslag. Kostnads- och risknivån påverkas även av skuldens storlek; ju större skuld, desto högre kostnader och desto större risk att skuldkostnaderna skall bidra till att försämra statsfinanserna i redan besvärliga lägen. Frågan om skuldens storlek brukar dock anses falla vid sidan av statsskuldspolitiken, som definieras som beslut om finansieringen av en skuld av given storlek.

Det är således i princip enkelt att ange vilka *storheter* som styr förväntad kostnad och risk. Steget till att bedöma vilka *värden* på skuldandelar och löptid som leder till att staten uppnår det statsskuldspolitiska målet – lägsta möjliga långsiktiga kostnad med beaktande av risk – är emellertid långt. Som framgår av resonemang i tidigare avsnitt styrs kostnader och risker av processer som i begränsad utsträckning kan analyseras och förutsägas. Ambitionen att vidga riskbegreppet till att omfatta statskuldsförvaltningens bidrag till de övergripande statsfinansiella riskerna ökar komplexiteten ytterligare. Det räcker därmed inte att bedöma hur lånebehov, räntor och växelkurser kan komma att röra sig. Även hur dessa variabler förhåller sig till andra storheter som påverkar statsfinanserna måste beaktas.

I överensstämmelse med de ambitioner som redovisades i rapporter till regeringen inför förra årets riktlinjeförslag bygger simuleringarna i avsnitt 4 på ett antal stiliserade och tydligt differentierade skuldportföljer. Flera av portföljerna är dock inte realistiska som utgångspunkt för beslut om skuldens sammansättning under 2001, eftersom de avviker alltför mycket från utgångsläget. Syftet med analysen är emellertid att söka belysa hur skulden mer långsiktigt bör vara sammansatt. Simuleringarna skall således, tillsammans med kvalitativa överväganden, ge underlag för statsskuldspolitiska beslut av mer strategisk natur.

Som kontoret framhållit tidigare går det inte att ange riktlinjer för hur statsskulden skall vara sammansatt som med visshet leder till att målet om lägsta möjliga kostnad med beaktande av risk uppnås. Även om man bortser från den kvarvarande oklarheten om hur ett ändamålsenligt riskbegrepp skall utformas kvarstår att den framtida utvecklingen av såväl räntor och växelkurser som statsfinanserna är osäker. Det går att analysera olika möjligheter i kvalitativa termer och att söka precisera resonemangen i kvantitativa modeller, men i slutändan måste besluten byggas på genomtänkta bedömningar där såväl kvalitativa som kvantitativa aspekter beaktas. Detta förhållande föranleder två observationer.

Den första är att den ofrånkomliga osäkerheten gör att statens skuldförvaltning måste läggas upp så att det finns marginaler att klara av negativa överraskningar. Statsskuldsvärdningen får aldrig bygga på chanstagningar. Därtill är konsekvenserna av en statsskuldskris alltför allvariga. De svenska erfarenheterna från början av 1990-talet, då utvecklingen ändå kunde vändas, visar på farorna. Det synsätt på risk som kontoret skisserat i avsnitt 2 tydliggör också betydelsen av att beakta de övergripande statsfinansiella riskerna i beslut om statsskuldsvärdningen.

Den andra observationen är att beslut om riktlinjer för statsskuldens sammansättning alltid måste fattas under osäkerhet. Att inte ändra skuldens sammansättning är förknippat med samma osäkerhet som varje annat beslut. Det finns ingen anledning att uppfatta skuldens sammansättning i utgångsläget som a priori mindre riskfylld än alternativa sammansättningar. Den ambition att bevara status quo som präglat riktlinjerna under 1999 och 2000 har därmed inget egentligt försteg framför alternativa ansatser. Tvärtom finns det skäl att förmoda att den nuvarande statsskuldsvärdningen, som tillkom under andra statsfinansiella omständigheter än de nu rådande och innan det nuvarande styrsystemet infördes, inte har en ändamålsenlig sammansättning.

Riksgäldskontoret anser mot denna bakgrund att det finns anledning att i årets riktlinjebeslut ange i något mer långsiktiga termer hur statsskulden bör vara sammansatt. Skuldens storlek och karaktär gör att förändringar av någon omfattning måste genomföras stegvis över flera år. Skuldförvaltningen är också en kontinuerlig process, där framförhållning är väsentlig. Med riktlinjer som gäller för ett kalenderår åt gången kan det vara svårt för Riksgäldskontoret att planera upplåningen på ett

ändamålsenligt sätt; riktlinjebeslutet fattas endast 1½ månad innan det skall börja tillämpas. Även för marknadsaktörerna kan en så kort planeringshorisont skapa osäkerhet. En strategisk inriktning för statsskuldspolitiken är därför väsentlig som vägledning för de årliga besluten och för kontorets agerande i den löpande skuldförvaltningen.

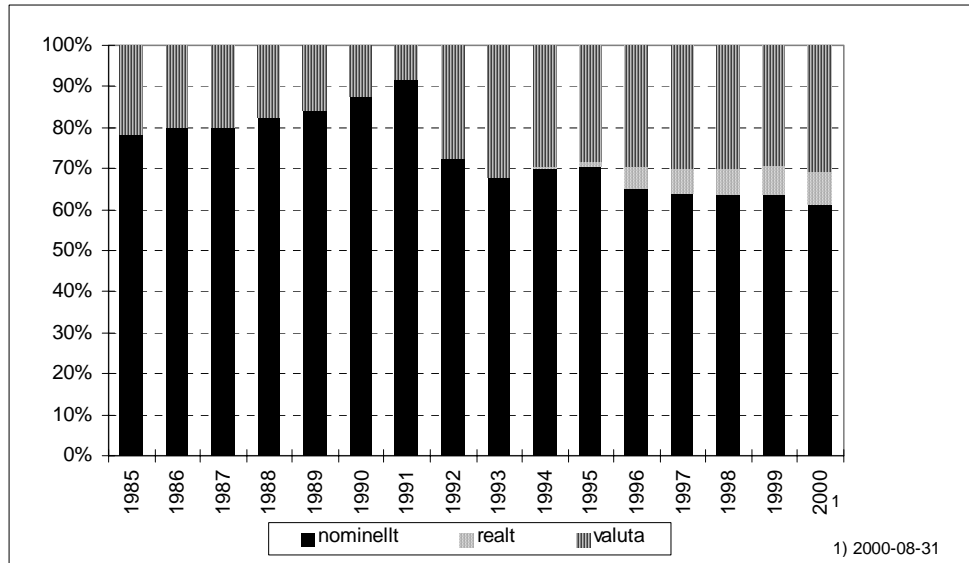
Givet att man vet vart man vill komma på längre sikt går det att ange önskade rörelseriktningar. Förändringstakten kan dock behöva avvägas av mer taktiska hänsyn. Det gäller såväl vid beslutet om riktlinjerna som de ramar för Riksgäldskontorets agerande som sätts i detta beslut. Ett beslut om att välja en viss inriktning kommer med automatik att kunna omprövas i samband med det årliga riktlinjebeslutet. Inget hindrar således att strategin förändras till följd av ändrade yttre omständigheter eller ändrade insikter om hur statsskuldspolitiken bör läggas upp. Enligt kontorets bedömning finns det emellertid nu förutsättningar att formulera relativt robusta principer för i vilken riktning statsskuldportföljen bör ändras under de närmaste åren. I det följande redovisar Riksgäldskontoret förslag avseende skuldens sammansättning respektive löptiden i de olika skuldslagen. De konkreta förslagen summeras i rutor i slutet av respektive delavsnitt.

5.2 Statsskuldens sammansättning

5.2.1 Statsskuldens sammansättning i tidigare perioder

Statsskuldens fördelning på nominella lån, reallån och lån i utländsk valuta sedan 1985 framgår av diagrammet nedan. Under 1980-talet svarade valutalån för som mest ca 25 procent av statsskulden. Andelen var nere i 8,5 procent vid utgången av 1991. Ett år senare hade den stigit till närmare 28 procent, huvudsakligen till följd av lån i samband med kronförsvaret. Sedan dess har valutaandelen varierat runt 30 procent. Under de följande åren ökade valutaskulden således ungefär proportionellt med den snabbt växande statsskulden. På motsvarande sätt har den reducerats proportionellt sedan statsskulden började minska. Vid utgången av augusti 2000 var andelen 30,6 procent. Andelen reallån har gradvis vuxit. I augusti svarade reallån för 8 procent av skulden. Andelen nominella kronlån uppgick således till ca 61 procent.

Statsskuldens sammansättning 1985–2000 (augusti)



5.2.2 Valutaskulden

Allmänt om kostnader och risker med valutaskuld

Riksgäldskontoret har i de båda tidigare riktlinjeförslagen redovisat ett antal kvalitativa argument för en långsiktig neddragning av valutaskulden. Det kanske viktigaste är att valutaupplåning är ett flexibelt instrument. Eftersom Riksgäldskontoret i utländsk valuta kan låna på marknader där svenska staten är en liten aktör, kan valutaupplåningen snabbt dras upp om lånebehovet ökar utan nämnvärda återverkningar på räntevillkoren.⁷ Den nuvarande valutaskulden byggdes upp under en period då lånebehovet var mycket stort. Valutalån fungerade då som en säkerhetsventil och bidrog till att hålla nere lånekostnaderna på kronmarknaden, både för staten och andra låntagare. För att denna flexibilitet uppåt skall kunna utnyttjas krävs dock att valutaskulden inte är alltför stor i utgångsläget.

Risken för att Sverige på nytt skall hamna i en liknande situation kan synas liten. Ingen förutsåg dock djupet i den senaste statsfinansiella krisen. Generella riskhänsyn talar därför för att öka det statsskuldspolitiska handlingsutrymmet genom att amortera på valutaskulden när statens betalningar uppvisar överskott. Genom att minska valutaskulden kan staten sägas förnya en försäkring (eller option) som blir värdefull om det statsfinansiella läget skulle försämrats.

Principiellt finns det heller inte anledning att tro att det på lång sikt är någon systematisk skillnad mellan kostnaderna för kron- respektive valutaupplåning. Den förväntade kostnaden för försäkringen är således låg. Under de senaste decennierna har visserligen valutaupplåning i

⁷ Ökad upplåning kan i sig höja lånekostnaderna om den leder till osäkerhet om statens allmänna kreditvärdighet, men här avses en direkt påverkan av utbudet. Staten kan som stor låntagare påverka det allmänna ränteläget i kronor, men inte i euro eller dollar.

genomsnitt varit billigare än kronupplåning. Det beror på att räntedifferensen mellan Sverige och omvärlden har varit större än vad som motsvarar deprecieringen av kronan. Detta är typiskt för högräntevalutor och kan tolkas som att det under perioder av ekonomisk-politisk osäkerhet uppstår betydande riskpremier, vilka fördyrar inhemsk upplåning. De senaste årens stabilisering av statsfinanserna och den låga inflationstakten gör att den tidigare räntedifferensen mellan Sverige och t.ex. EMU-länderna i allt väsentligt försvunnit och periodvis t.o.m. varit negativ. Kostnaderna för lån i euro är (för given växelkurs) i allt väsentligt desamma som för motsvarande kronlån. I dollar är räntorna högre än i kronor.⁸

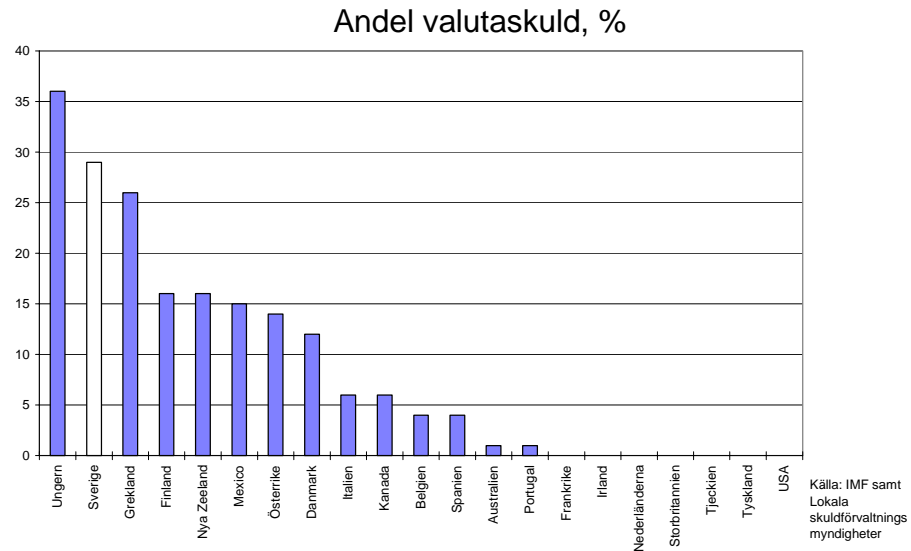
Till detta kommer att en stor andel valutalån gör att statsskuldens storlek och kostnader är påtagligt beroende av kronkursen. Genom att statsskulden löpande mäts och värderas i kronor slår ändringar i växelkurser igenom direkt på skuldens värde och därigenom på skuldkvoten. Även skuldens kostnader påverkas. Mätt i termer av direkta kostnader och skuldens totala storlek är således valutaskuld förknippad med högre risk än kronskuld.

Huruvida valutaskuld är mer riskfylld även i ett bredare statsfinansiellt perspektiv är mindre självklart. När det gäller den direkta matchningen kan det dock konstateras att staten har små tillgångar och en liten del av sina inkomster i utländsk valuta.⁹ Frågan är därmed hur samvariationen mellan övriga utgifter och inkomster (primärsaldot) och kronans värde kan förväntas vara. A priori är det rimligt att anta att kronan typiskt sett är svag i perioder när statsfinanserna är ansträngda. I så fall är valutaskuld mer riskfylld än kronskuld även i ett ALM-perspektiv. I den mån valutakursen följer lånebehovet skulle det också vara ändamålsenligt att, som under 90-talskrisen, låna i utländsk valuta under perioder med ansträngda statsfinanser och amortera särskilt mycket på valutaskulden under överskottsperioder. Detta är ett annat sätt på vilket valutaupplåning kan tänkas fungera som en slags försäkring i lägen då statsfinanserna försvagas, även om växelkursers inneboende oförutsägbarhet gör att mekanismen är osäker.

Vidare kan noteras att staten i Sverige har en avsevärt större andel valutaskuld än i flertalet andra industriländer. Av diagrammet nedan framgår bl.a. att de flesta EU-länder har en valutaandel på 5 procent eller lägre. I första hand är det utvecklings- och transitionsekonomier som har stor andel valutaskuld, i diagrammet exemplifierat av Ungern.

⁸ Lägre räntor kan erhållas genom lån i t.ex. yen och schweizerfranc, men som kontoret framhåller i fjolårets riktlinjeförslag är dessa lågräntevalutor förknippade med större valutarisk.

⁹ Givet att Riksbankens valuta-reserv måste anses tillhöra staten i egenskap av ägare till Riksbanken kan man tänka sig att uppfatta valuta-reserven som en motverkande tillgångspost. Den strikta redovisnings- och kassaflödesmässiga separationen mellan Riksbanken och staten gör dock att staten i det korta perspektivet inte kan tillgodogöra sig eventuella kursvinster i valuta-reserven för att balansera kursförluster i valutaskulden. Från risksynpunkt är det därmed rimligt att i analysen bortse från valuta-reserven.



Om det finnes tydliga kostnadsfördelar med valutaskuld, vore det naturligt och försvarbart för Sverige att avvika från mallen. I och med att så knappast är fallet gör den höga valutaandelen att Sveriges statsfinanser kan framstå som mer störningskänsliga än andra länders. I ett läge präglad av finansiell instabilitet kan detta vara till nackdel för värderingen av svenska statsobligationer.

EMU-aspekter

Synen på hanteringen av valutaskulden under de närmaste åren påverkas av Sveriges förhållande till EMU. Allt annat lika är det mindre väsentligt att med amortering på valutaskulden ändra skuldens sammansättning om Sverige snart skulle gå med i EMU. Vid EMU-inträdet skulle kronskulden och den del av valutaskulden där betalningarna görs i euro smälta samman. Euro blir inhemsk valuta och därmed den valuta i vilken staten får huvuddelen av sina inkomster. Den direkta växelkursrisken är därmed eliminerad.

Vad som skulle hända med risken i ett ALM-perspektiv är mer svårbedömt. Allt annat lika kan dock konjunktursvängningarna förväntas bli större om Sverige deltar i EMU, eftersom penningpolitiken inte längre styrs av specifikt svenska förhållanden utan av genomsnittet i euroområdet. Därmed kan variationerna i konjunkturberoende delar av statsbudgeten komma att bli större.¹⁰ Med större utslag i statsfinanserna från andra källor bör risknivån i statsskulden (allt annat lika) minska för att risken för att underskott skall överstiga gränserna enligt reglerna i EU-fördraget skall hållas oförändrad. Eftersom såväl korrelations samband mellan statsfinanserna och den ekonomiska utvecklingen som egenskaperna hos statens låneinstrument skulle påverkas av EMU-

¹⁰ Samvariationen mellan räntor och BNP kan likaledes antas bli svagare. Som framgår av simuleringarna i avsnitt 4 bidrar denna mekanism till att minska riskerna mätta i termer av skuldkostnadskvoten; se vidare diskussionen av modellresultaten nedan.

inträdet, är det emellertid svårt att dra några tydliga slutsatser om hur statsskulden bör vara sammansatt.

Däremot går det att konstatera att det tills vidare är osäkert om och i så fall när Sverige kan komma att övergå till euro som nationell valuta. Enligt Riksgäldskontorets bedömning ligger tidpunkten så långt fram att statsskulden tills vidare bör förvaltas med utgångspunkt i att euro är en främmande valuta, dvs. förknippad med valutarisk. För detta talar också att även om man förutsätter att Sverige förr eller senare går med i EMU så råder osäkerhet om konverteringskursen. Följaktligen anser Riksgäldskontoret att det under nuvarande omständigheter inte finns anledning att modifiera synen på valutaskulden med hänvisning till EMU.

Kvantitativa resultat

I avsnitt 4 redovisar Riksgäldskontoret ett antal kvantifieringar av vissa av de samband som ovan har diskuterats i kvalitativa termer. Resultaten pekar på att med ett nominellt kostnadsmått leder valutaskuld till större variation i kostnaderna och endast begränsade diversifieringsvinster. Valutaupplåning ger ingen förväntad kostnadsfördel. I Riksgäldskontorets modell kan en valutaandel på ca 15 procent motiveras utifrån ett nominellt kostnadsmått. SSB:s modell pekar på en något högre andel, mellan 15 och 25 procent.

Med skuldkostnadskvoten som mått, där hänsyn tas till hur räntor och lånebehov samvarierar med tillväxten, framstår valutaskuld som ett entydigt mer riskfyllt alternativ. Eftersom kostnadsskillnaderna är små, pekar detta mått på att valutaskulden bör dras ner till noll. Även om korrelations sambanden är osäkra anser kontoret att skuldkostnadskvoten ger ett mer intressant kostnads- och riskmått. Det kan på ett bättre sätt än nominella kostnader antas fånga hur statsfinanserna hänger samman med den övriga ekonomin, dvs. ger en försmak av vad ett mer ALM-mässigt synsätt skulle innebära.

Det bör på nytt noteras att resultaten bygger på antagandet om stabilt förtroende för såväl penning- som finanspolitiken. Att lätta på detta antagande skulle sannolikt implicera att valutaskuld framstår som mer riskfyllt, särskilt om utgångspunkt tas i skuldkostnadskvoten. Försäkringsargumentet för att ha en liten valutaskuld skulle då bli relevant. Samtidigt bör det understrykas att resultaten även i övrigt bygger på en rad specifika antaganden. Modellanalyserna bör, som kontoret framhållit ovan, därför ses som *illustrationer* av väsentliga mekanismer, snarare än som prediktioner av vilka följder ett visst beslut om skuldens sammansättning skulle få.

Förslag

Riksgäldskontoret har ovan redovisat ett antal kvalitativa skäl för att valutaandelen i statsskulden bör reduceras. Kvantitativa resultat indikerar att det under vissa antaganden kan vara lämpligt att ha viss valutaskuld, men de andelstal som framkommer är avsevärt lägre än de nuva-

rande. Mot denna bakgrund, och i första hand med hänvisning till de kvalitativa argumenten, anser Riksgäldskontoret att det inte är ändamålsenligt att ha närmare en tredjedel av statsskulden i utländsk valuta i perioder då statsfinanserna är starka och skulden minskar, både absolut sett och som andel av BNP. Givet de nuvarande utsikterna för statsfinanserna och svensk ekonomi är det således konsistent med målet om bästa möjliga avvägning mellan kostnad och risk att ange en minskning av valutaandelen i statsskulden som strategisk riktlinje för de närmaste årens skuldförvaltning.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning är det inte vare sig nödvändigt eller ändamålsenligt att på detta stadium ange ett specifikt mål om att valutaskulden skall svara för en viss procentandel vid någon viss sluttidpunkt. En neddragning av valutaskulden kommer under alla omständigheter att ske gradvis under ett flertal år och beslut om ett siffersatt mål kan anstå. Som kontoret framhållit i tidigare riktlinjeförslag gör dessutom styrning via andelstal att staten kan tvingas amortera mer på valutaskulden när kronan är svag och mindre när den är stark, vilket skulle vara kostsamt. Det väsentliga på detta stadium är därför att ange att den långsiktiga ambitionen är att reducera valutaandelen.

Nästa fråga är därmed i vilken takt skulden skall amorteras. Under innevarande år anger riktlinjerna att valutaskulden skall amorteras med 25 ± 15 miljarder kronor. Avvikelser från riktvärdet om 25 miljarder skall i första hand ske i syfte att hålla valutaandelen i statsskulden oförändrad. Vid ett mindre överskott än förväntat skall således amorteringstakten sänkas.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning är det ändamålsenligt att ange en ungefärlig takt för valutaamorteringarna för mer än ett år åt gången. Det ökar förutsägbarheten i statsskuldsförvaltningen och underlättar också Riksgäldskontorets låneplanering. Valet av amorteringstakt bör – givet ambitionen att långsiktigt reducera valutaandelen – ses mot bakgrund av vad som kan förväntas ske med skuldens storlek och sammansättning de närmaste åren.

För 2001 räknar Riksgäldskontoret med ett kassamässigt överskott på 40–50 miljarder. Viktigare för skuldens storlek – och med effekter på dess sammansättning – är emellertid överföringen från AP-fonden. Enligt beslut av riksdagen skall stats- och bostadsobligationer med ett marknadsvärde på 155 miljarder kronor tillfalla Riksgäldskontoret vid årsskiftet. Därigenom kommer statsskulden omedelbart att reduceras med ett belopp motsvarande det bokförda värdet på överförda nominella och reala statsobligationer. Denna del av överföringen påverkar inte lånebehovet (budgetsaldot), eftersom det inte rör sig om en kassamässig transaktion. Överförda bostadsobligationer kommer att hållas till förfall. I den takt som bostadsobligationerna förfaller får staten inbetalningar, vilka minskar lånebehovet och statsskulden på samma sätt som reguljära kassamässiga överskott. I kontorets prognos över lånebehovet

ingår ett antagande om att bostadsobligationer för 30 miljarder kommer att förfalla under 2001.

Prognosen bygger på det förslag om sammansättningen av överföringen som lämnats av den särskilde utredare som regeringen utsett. Beslut har ännu inte fattats. Enligt Riksgäldskontorets uppfattning bör man dock vid analys av statsskuldens kostnader och risker bortse från hur överföringen från AP-fonden fördelas mellan stats- och bostadsobligationer. Med utgångspunkt i grundläggande principer om matchning måste effekten av överföringen anses vara att statens förmögenhetsställning – allt annat lika – förbättras med 155 miljarder kronor och att statens skuld i kronor minskar med samma belopp.¹¹ Kostnads- och riskmässigt täcker således Riksgäldskontorets innehav av bostadsobligationer en viss del av den utestående kronskulden. Ett sådant synsätt gör också att beslutet att bostadsobligationer skall ingå i överföringen, vilket inte är betingat av statsskuldspolitiska hänsyn, inte heller påverkar statsskulds politikens uppläggning.

Eftersom valutaskulden är opåverkad, leder överföringen till en ökning av valutaandelen. Mätt i termer av den reella statsskulden, dvs. skulden minskad med hela överföringen, ökar andelen till uppskattningsvis 33 procent, vilket motsvarar 3,5 procentenheter.¹²

Överföringen från AP-fonden är en extraordinär händelse. Det är inte rimligt att omedelbart eliminera dess effekt på skuldens sammansättning, trots att den för i önskad riktning från statsskuldspolitisk synpunkt. Dramatiken i ökning i valutaandelen skall heller inte överdrivas; en mindre statsskuld gör att den totala risknivån sjunker trots att den ökade andelen valutaexponering gör att den genomsnittliga skuldskronan blir mer riskfylld. Att under dessa omständigheter sträva efter att snabbt korrigera valutaandelen är därför opåkallat. Å andra sidan bör – givet förslaget att långsiktigt sänka valutaandelen – åtgärder som krävs för att påverka skuldens sammansättning i denna riktning inte skjutas på en obestämmd framtid.

Mot denna bakgrund anser Riksgäldskontoret att amorteringen av valutaskulden de närmaste åren bör ske i något snabbare takt än hittills. Riksgäldskontoret förslår därför att riktvärdet för amorteringarna på valutaskulden sätts till 35 miljarder kronor per år under de närmaste åren. Det motsvarar en reduktion av andelen med ca 3 procentenheter per år. Givet bedömningarna i budgetpropositionen att statsskulden från 2002 och framåt ligger på relativt oförändrad nivå implicerar en

¹¹ Här bortses från att statsskulden kommer att reduceras med ett mindre belopp än 155 miljarder, eftersom statsobligationer i redovisningen tas upp till anskaffningsvärde medan överföringen beräknas till marknadsvärde.

¹² Skillnaden i förhållande till siffrorna för augusti 2000 ovan beror på att statsskulden ökar under andra halvåret, främst till följd av utbetalningen av premiepensionsmedel.

amortering i denna takt att valutaandelen vid utgången av 2003 skulle uppgå till ca 25 procent.¹³

I de gällande riktlinjerna ges Riksgäldskontoret ett utrymme om ± 15 miljarder kronor kring riktvärdet för valutaamorteringen. Avvikelser från riktvärdet bör i första hand göras om lånebehovet ändras, dvs. i syfte att undvika att andelen valutaskuld förändras. Det relativt breda intervallet motiveras delvis med att osäkerheten i prognoser över lånebehovet under senare år varit betydande. Orsaken är främst stora tillfälliga betalningar, t.ex. intäkter från utförsäljning av statlig egendom, vilka är svåra att förutse både till storlek och tidpunkt.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning är det även framgent ändamålsenligt att tillämpa en korridor om ± 15 miljarder kronor kring det årliga riktvärdet. Ett skäl är att osäkerheten om lånebehovet är betydande även inför kommande år. Givet att eventuell valutaupplåning sker via swappar påverkas inte kontorets behov av emissioner i kronor av hur förändringar i lånebehovet fördelas mellan kronor och valuta. Icke desto mindre kan större förändringar i den mängd kronrisk som kontoret tillför marknaden tänkas påverka kronräntorna, varför valutaswappar i vissa lägen kan vara ett intressant instrument för att fördela exempelvis ett ökat lånebehov över flera låneformer. Om en ökning i lånebehovet sammanfaller med att villkoren i swapmarknaden försämraras, kan det också bli aktuellt att låna direkt i utländsk valuta.

I det gällande riktlinjebeslutet anges att flexibiliteten i valutamandatet även bör kunna utnyttjas för bättre måluppfyllelse. Riksgäldskontoret uppgift är otvetydigt att uppfylla målet för statskuldsförvaltningen. Eftersom målet är *långsiktig* kostnadsminimering, finns det dock gränser för vilka aktiviteter kontoret kan ägna sig åt på kort sikt, t.ex. när det gäller positionstagande.

Riksgäldskontoret skrev i fjolårets riktlinjeförslag att det t.ex. kan vara motiverat att öka valutaupplåningen om kronräntor är volatila och stigande. Syftet skulle vara att hålla nere kostnaderna, både på de lån som omfördelas till valuta och, genom att minska utbudet i kronmarknaden, på de lån kontoret tar i kronor. Däremot har tanken inte varit att kontoret skall ägna sig åt positionstagande i kronvalutamarknaden genom att påskynda eller fördröja amorteringarna på grundval av bedömningar av utvecklingen av kronans värde. Även om problemen är mindre än vid positioner i kronräntemarknaden – eftersom Riksgäldskontoret är en liten aktör i valutamarknaden – finns risken att andra marknadsaktörer skall misstänka att Riksgäldskontoret agerar på grundval av information från Regeringskansliet eller Riksbanken. Praxis har därför varit att Riksgäldskontoret inte skall grunda beslut om lån och amorteringar i valuta på bedömningar av kronans utveckling. Riksgälds-

¹³ Eftersom valutaskuldens värde påverkas av växelkursrörelser och prognoser om lånebehovet är osäkra, bör beräkningarna uppfattas som grova uppskattningar. De syftar endast till att ge en indikation på förändringen i skuldens sammansättning givet den föreslagna amorteringstakten och är inte tänkta att ange ett mål för valutaandelen.

kontoret har följt denna praxis även under 2000. För tydlighetens skull bör denna praxis konfirmeras i riktlinjebeslutet.

Enligt Riksgäldskontorets uppfattning bör flexibiliteten framgent även kunna användas till att ändra takten i amorteringarna till följd av ny information om lånebehovet över andra perioder än kalenderår. Antag att det under andra halvåret blir känt att staten i början av nästa år kommer att få stora intäkter från en utförsäljning. Då bör Riksgäldskontoret ha möjlighet att påskynda valutaamorteringen före årsskiftet i syfte att jämna ut amorteringarna över tiden. En förutsättning för detta är att det finns strategiska riktlinjer för valutaandelens utveckling på sikt så att kontoret har underlag för att vidta åtgärder för att, som i exemplet, påskynda amorteringarna om skulden minskar mer än väntat.

Vidare kan det inte uteslutas att det uppstår störningar där lånevillkoren i kronmarknaden försämras kraftigt och det finns risk att villkoren skall försämras ytterligare om Riksgäldskontoret finansierar hela lånebehovet i kronmarknaden. I sådana lägen kan marknadsvårdshänsyn motivera att en större del av upplåningen kanaliseras till valutamarknaden. Risken för sådana störningar är liten, men möjligheten för Riksgäldskontoret att väga in sådana hänsyn bör likväl finnas.

Givet att beslut om att avvika från riktvärdet för amorteringarna inte bygger på en bedömning av kronans utveckling bör sådana inte utvärderas i termer av om det blivit billigare eller dyrare än om valutaväxlingar skett i den takt som ges av riktvärdet. Riksgäldskontoret återkommer till utvärderingsfrågor i avsnitt 6.

Förslag: Riksgäldskontoret föreslår att riktlinjerna skall ange att valutaandelen i statsskulden långsiktigt skall reduceras. Under de närmaste åren bör skulden amorteras med 35 miljarder kronor per år, med ett intervall om ± 15 miljarder kring riktvärdet. Flexibiliteten bör i första hand utnyttjas för att jämna ut amorteringarna över tiden inom ramen för en långsiktig ambition att reducera valutaandelen i statsskulden.

5.2.3 Realskulden

Riktlinjerna för innevarande år anger att reallänestocken inte skall minska. En minskning är dock tillåten av marknadsvårdande skäl. Realandelen i statsskulden har vuxit något under 2000 genom att Riksgäldskontoret gjort vissa nyemissioner samtidigt som statsskulden minskat. Från kostnadssynpunkt har realupplåning sammantaget varit fördelaktigt för staten. En stor del av stocken emitterades när skillnaden mellan räntorna på nominella och reala obligationer var stor i förhållande till den inflationstakt som sedan dess har uppmätts. På senare år har den differensen krympt i och med att tilltron till prisstabilitetsmålet stärkts. Lika stora besparingar kan därför inte förväntas på de realobligationer som emitteras framgent.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning finns det anledning att långsiktigt öka andelen real skuld. Genom realupplåning kan staten på lång sikt förväntas få lägre upplåningskostnader än via nominell upplåning genom att inflationsriskpremien tillfaller staten. Under uppbyggnaden av marknaden kan denna helt eller delvis uppvägas av en likviditetspremie, men ju bättre marknaden fungerar, desto lägre blir likviditetspremien. Reallån bidrar vidare till att diversifiera statsskuldportföljen på i princip samma sätt som valutalån genom att upplåning hämtas från andra källor än den nominella kronmarknaden. Reallån har därutöver fördelen gentemot valutalån att kostnaderna kan antas samvariera mer med utvecklingen av svensk ekonomi, och därmed med skatteunderlaget. Från statsfinansiell synpunkt är således reallån mindre riskfyllda än valutalån.

Även synen på reallån kan påverkas av EMU-inträde. Eftersom den svenska prisutvecklingen kommer att ha mindre betydelse för penningpolitiken än när Sverige har ett nationellt inflationsmål, kan (allt annat lika) de direkta kostnaderna för reallån antas bli mer variabla. Givet att inflationsmålet uppnås långsiktigt inom EMU bör emellertid kostnaderna på sikt inte behöva bli högre.

Riksgäldskontoret anser mot denna bakgrund att ambitionen skall vara att långsiktigt öka andelen reallån i statsskulden. Kontoret bedömer dock att det är olämpligt att ange någon önskad procentsats eller viss ökningstakt. Marknadsförutsättningarna är så pass osäkra att sådana mål riskerar att komma i strid med kostnadsminimeringsmålet. Kontoret har under 2000 emitterat realobligationer via ett flertal auktioner, med relativt små volymer vid varje tillfälle. Teckningsgraderna och priserna i auktionerna har varit tillfredsställande, men utrymmet att öka emissionsvolymerna utan att driva upp realräntnivån i förhållande till de nominella räntorna är även framgent begränsat. Ökningstakten bör således, liksom hittills, avvägas med hänsyn till utvecklingen av efterfrågan. Riksgäldskontoret kommer fortsatt att söka lätta på dessa restriktioner genom att vidga investerarbasen för realobligationer, såväl nationellt som internationellt.

Vid formuleringen av riktlinjerna måste beaktas att överföringen från AP-fonden sannolikt kommer att innefatta omkring 10 miljarder i realobligationer samt att ett reallån med drygt 2 miljarder utestående förfaller 2001. En ambition att fullt kompensera för detta förutsätter att nyemissionerna av realobligationer mer än fördubblas jämfört med innevarande år. Riksgäldskontoret bedömer att en så kraftig ökning riskerar att pressa upp realobligationsräntorna. Även om ambitionen alltså bör vara att långsiktigt öka realupplåningen bör därför formuleringen av riktlinjerna för den reala upplåningen ändras.

Ett långsiktigt mål som anger att *andelen* (till skillnad från stocken) real upplåning bör öka är mer ändamålsenligt. Med en sådan formulering markeras statens fortsatta satsning på realupplåning utan att det uppstår farhågor i marknaden om att kraftigt ökade nyemissioner skall driva

upp realräntenivån. Givet nuvarande bedömningar av skuldens utveckling kommer en viss ökning av andelen att kunna uppnås under nästa år med nyemissioner i ungefär samma omfattning som innevarande år.

Förslag: Riksgäldskontoret föreslår att andelen reallån i statsskulden långsiktigt skall öka. Ökningstakten bör avvägas med hänsyn till utvecklingen av efterfrågan.

5.2.4 Kronskulden

Fokuseringen på valutaskulden i riktlinjerna gör att kronskulden framkommer som en restpost. Den kan därmed framstå som mindre viktig. Kronupplåning är emellertid statens viktigaste finansieringskälla, både kvantitativt och policymässigt. Genom att över 60 procent av skulden lånats upp med nominella kronpapper har räntevillkoren på den inhemska obligations- och statsskuldväxelmärknaden stor betydelse för kostnaderna. Ränteläget styrs primärt av faktorer utanför statsskuldspolitiken, som penningpolitiska beslut, inflationsförväntningar och det statsfinansiella läget. Statens lånekostnader påverkas emellertid även av Riksgäldskontorets val av emissionspolitik (t.ex. antalet lån och vilka löptider) och skuldförvaltning. Riksgäldskontoret har, som den störste enskilde låntagaren, ett särskilt ansvar för att vårda och utveckla den svenska räntemarknaden.

Så länge Riksgäldskontoret skapar valutaskuld via kronlån som swappas till utländsk valuta saknar beslutet om takten i amorteringen på valutaskulden betydelse för statens emissionsbehov i kronor. All upplåning görs då i kronor och eventuella förändringar i amorteringstakten påverkar endast omfattningen av kron/valuta-swapparna. Denna teknik för skuldförvaltning har således – utöver att ge billig valutaupplåning – bidragit till att hålla uppe emissionsvolymerna i kronmarknaden. Detta har sannolikt varit gynnsamt för likviditet och omsättning, och därmed för statens lånekostnader.

Hittills har ca 10 procent av statsskulden lagts om via kron/valuta-swappar. Det har kunnat ske utan synbara effekter på statens villkor i swapmarknaden. Om, och i så fall vid vilken volym, begränsningar i marknaden kan tänkas uppträda är omöjligt att säga. Expansionsutrymmet påverkas också av hur stora motpartsrisiker Riksgäldskontoret drar på sig till följd av swapavtal med privata motparter. Här har dock Riksgäldskontoret på olika sätt reducerat motpartsexponeringarna, varför denna restriktion inte bör bli bindande. Det förhållandet att staten sedan några år amorterar på valutaskulden, dvs. att endast en del av förfallande valutalån behöver refinansieras via kron/valuta-swappar, har underlättat omläggningen. I så måtto har beslutet om valutaskulden betydelse för Riksgäldskontorets möjligheter att även framgent koncentrera upplåningen till kronmarknaden i syfte att uppnå bästa möjliga

lånevillkor där. Principiellt finns det således även marknadsvårdsargument hänförliga till kronskulden för att reducera valutaskulden.¹⁴

Förslag: Riksgäldskontoret föreslår att återstoden av statens lånebehov skall täckas genom upplåning i nominella kronor. Givet målet att reducera valutaskulden och begränsningarna i möjligheterna att expandera realskulden implicerar förslaget en viss långsiktig ökning av andelen kronskuld.

5.3 Statsskuldens löptid

5.3.1 Kron- och valutaskulden

Enligt det gällande riktlinjebeslutet skall löptiden (mätt som duration) för den sammanvägda kron- och valutaskulden uppgå till 2,7 år ($\pm 0,3$ år) vid slutet av 2000. Det innebär en förkortning med 0,2 år under året. Beslutet att förkorta skulden följde Riksgäldskontorets förslag, som motiverades med att det i genomsnitt över längre perioder är billigare att låna kort än långt. Givet att stor del av statsskulden kommer att finnas kvar även på lång sikt innebär emellertid kort upplåning att lån förfaller utan att vara matchade av budgetöverskott och därför måste refinansieras. Följaktligen måste lägre förväntade kostnader vägas mot att kort löptid medför större känslighet för det aktuella ränteläget och större variationer i räntebetalningarna.

I de operativa riktlinjerna för skuldförvaltningen under 2000 har kontoret satt riktmärket för kronskulden till tre år och för valutaskulden till två år. Den kortare löptiden i valutaskulden motiveras av att valutaskuld hämtas från flera marknader och känsligheten för uppgångar i räntorna i någon viss valuta är mindre. Risken med kort upplåning är således lägre i valutaskulden än i kronskulden, där all upplåning hämtas från en marknad. Kronupplåning svarar dessutom för en större del av den totala skulden.

I den analys som låg bakom fjolårets förslag ingick simuleringsresultat från en modell som konstruerats i syfte att studera löptidsvalet för kronskulden. Resultaten från kontorets nya simuleringsmodell, som redovisas i avsnitt 4 ovan, pekar i allt väsentligt i samma riktning: Kortare upplåning ger lägre men mer variabla räntekostnader. När kostnaderna sätts i relation till BNP pekar modellen på en mekanism som gör att kort upplåning framstår som både billigare och mindre riskfylld. Som framhålls i avsnitt 4 bygger dock denna mekanism på att trovärdighetsproblem för den ekonomiska politiken aldrig uppstår. Eftersom förtroendekriser är den situation som är mest svårhanterlig för statsskuldspolitiken, bör emellertid denna mekanism utnyttjas med försiktighet i den faktiska skuldförvaltningen.

¹⁴ Eftersom kron-/valuta-swappar är det billigaste sättet att skapa valutaskuld, skulle även valutaupplåningen fördyras om utrymmet att använda swapmarknaden uttöms.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning är det sannolikt att avkastningskurvor även framgent i genomsnitt kommer att ha positiv lutning. I en miljö präglad av låg inflation och trovärdig penningpolitik kan emellertid skillnaderna mellan långa och korta räntorna förväntas vara relativt små. Den förväntade vinsten av att förkorta löptiden är således liten, åtminstone så länge inte drastiska steg tas, säg neråt ett års genomsnittlig löptid. Då skulle emellertid refinansieringsrisken bli oacceptabelt stor.

Ytterligare ett skäl att inte gå vidare i förkortning av skulden är att den diversifiering av ränterisk som uppnås genom att ha kortare löptid i valutaskulden kommer att minska i betydelse om valutaandelen långsiktigt dras ner i enlighet med kontorets förslag. Allt annat lika ökar detta statens exponering för ändringar i kronräntorna. I princip kan denna effekt av att låna i flera valutor vara ett skäl att behålla viss valutaskuld. Enligt kontorets bedömning är emellertid diversifieringsvinsterna inte så stora att de motiverar en valutaskuld av nuvarande storlek, varför slutsatsen att valutaandelen bör minska kvarstår.

Övervägandena kring löptiden i kron- och valutaskulden påverkas även av utvecklingen av realskulden. Ju större andel långa reallån, desto mindre refinansieringsrisk i andra marknader. Möjligheterna att mer markant ändra realandelen är emellertid osäkra, varför det inte framstår som lämpligt att av dessa skäl förslå en ändring av löptiden för kron- och valutaskulden.

Riksgäldskontoret anser mot denna bakgrund att riktvärdet för löptiden i kron- och valutaskulden, mätt i termer av duration, bör hållas kvar vid 2,7 år. Kring riktvärdet bör liksom hittills ett intervall anges. Ett skäl är att ett intervall behövs för att skapa utrymme för separat positionstagande i valutaskuldsförvaltningen. Kvantitativt viktigare är dock att Riksgäldskontoret inte på kort sikt kan styra durationen i skulden utan att ikläda sig stora kostnader för derivattransaktioner. De kraftiga svängningarna i lånebehovet under 2000 har medfört att durationen varierat påtagligt och periodvis legat nära de yttre gränserna för det gällande intervallet om $\pm 0,3$ år.¹⁵ Orsaken är att kronskulden är för stor för att kortsiktig durationsstyrning skall vara möjlig.

Det finns här en avvägning mellan precisionen i styrningen och kostnaderna för att styra med hög precision. Kostnaderna uppstår främst vid styrning av durationen i kronskulden. Som kontoret betonade i avsnitt 3, är behovet av detaljstyrning av kronskulden litet så länge det inte finns ambitioner att ta positioner i kronportföljen. Det viktiga är då inte risken för variationer i skuldens marknadsvärde, vilket är vad durationen påverkar på kort sikt, utan hur löptiden utvecklas över tiden.

¹⁵ Formellt gäller anger riktlinjerna att durationen skall vara $2,7 \pm 0,3$ år vid utgången av 2000. Riksgäldskontoret har dock uppfattat riktlinjerna så att det finns gränser för durationen även under året. En enkel tolkning är att dra en rät linje mellan 2,9, durationen vid årets början, och 2,7, måldurationen vid årets slut, och uppfatta att riktlinjerna anger en korridor om $\pm 0,3$ år kring denna linje.

Följaktligen är värdet av att exakt styra durationen i kronskulden litet från statsskuldspolitisk synpunkt. Samtidigt bör intervallet inte vara så brett att durationen i skulden kan avvika kraftig från riktvärdet även på längre sikt.

Givet att kontorets låneplanering fortlöpande inriktas på att hålla durationen nära riktvärdet ger, enligt kontorets bedömning, ett intervall om $\pm 0,3$ år en styrande effekt samtidigt som det under normala förhållanden ger tillräckligt utrymme för att hantera kortsiktiga svängningar i durationen. Det kan emellertid inte uteslutas, t.ex. om lånebehovet oväntat ändras, att utslagen i durationen kan bli något större än $\pm 0,3$ år. Enligt kontorets uppfattning bör mindre och kortvariga rörelser utanför intervallet inte behöva föranleda korrigerande åtgärder, eftersom transaktionskostnaderna kan bli orimligt höga. Det föreslagna intervallet bör således inte uppfattas som en bindande gräns som gäller dag för dag. Kortsiktiga avvikelser bör godtas. Dock skall kontoret registrera och fatta explicita beslut om avvikelser skall accepteras eller rättas till. I rapporteringen till regeringen bör också sådana avvikelser och deras orsaker redovisas. Eventuellt bör information om större avvikelser även ges till allmänheten löpande under året.

Det bör noteras att siffran $\pm 0,3$ år är grundad på praktiska erfarenheter och bedömningar. Kontoret avser följa upp utvecklingen under nästa år och även söka kvantifiera vilken betydelse intervallet kan tänkas ha för variationerna i lånekostnaderna.

Förslag: Riksgäldskontoret föreslår att riktvärdet för löptiden (mätt i duration) i den samlade nominella kron- och valutaskulden skall behållas oförändrat på 2,7 år. Kring riktvärdet bör ett intervall om $\pm 0,3$ år tillämpas.

5.3.2 Realskulden

Svårigheterna för kontoret att styra löptiden i realskulden, i kombination med att en sammanvägning av real och nominell duration är svårtolkad, har gjort att riktlinjer för realskulden har uttryckts i termer av att nyupplåningen skall ske i långa lån. Eftersom stocken är stor i förhållande till de löpande nyemissionerna, fungerar styrning av nyupplåningen bättre än styrning av den genomsnittliga löptiden i stocken. Den utestående realskulden har en genomsnittlig löptid på närmare 13 år, avsevärt längre än kron- och valutaskulden.

Enligt Riksgäldskontorets uppfattning bör realupplåningen liksom hittills inriktas på långa löptider. Bakom detta ligger den allmänna principen att långfristiga realobligationer ger störst fördelar – både för staten och för investeraren – eftersom osäkerheten om inflationen ökar med placeringshorisonten. I den mån realandelen på sikt kan ökas bidrar det till att reducera de löpande refinansieringsbehoven. Reallån är således en kompletterande källa till diversifiering av statens riskexponering.

Enligt de gällande riktlinjerna skall löptiden på nyemitterade realobligationer vara minst åtta år. Orsaken till att riktlinjebeslutet innefattar en så precis löptidsangivelse är att kontoret har en realobligation med förfall 2008. Enligt Riksgäldskontorets bedömning är det inte motiverat att på detta sätt i de övergripande riktlinjerna peka ut vissa obligationer och årligen ändra löptidsangivelsen. Kontoret föreslår därför att regeringen skall ange att realupplåningen skall inriktas på långa löptider och att detta skall uppfattas som att huvuddelen av nyemitterade obligationer bör ha minst tio års löptid. I vissa fall kan det dock finnas skäl att även ge ut något kortare realobligationer. Beslut om detta bör i så fall kunna fattas av Riksgäldskontoret.

Förslag: Riksgäldskontoret föreslår att riktlinjerna skall ange att realupplåningen skall inriktas på långa löptider.

5.4 Statsskuldens förfalloprofil

De gällande riktlinjerna anger att högst 30 procent av hela skulden får förfalla inom de närmaste tolv månaderna. Riksgäldskontoret skall dock inrikta upplåningen inte mer än 25 procent förfaller inom ett år.

Bakgrunden till denna regel är att refinansieringsrisken i statsskulden i princip inte begränsas av ett durationsriktmärke. En viss genomsnittlig kan uppnås genom att en del av skulden läggs mycket kort och en annan mycket långt, vilket gör att förfallen blir koncentrerade i tiden. Lånekostnaderna blir därmed starkt beroende av de just då rådande räntevillkoren. Riktlinjer avseende andelen förfall under bestämda tidsperioder är därmed en komplettering av durationsriktmärket.

Kontorets principer för upplåning, framför allt fördelningen av den nominella kronupplåningen på ett flertal benchmarkobligationer, gör att statsskulden får en relativt jämn förfalloprofil. De gällande riktlinjerna sätter i första hand en gräns för andelen statsskuldväxlar. Styrningen i denna del har fungerat väl. Enligt Riksgäldskontorets bedömning finns det därför inte skäl att ändra riktlinjerna på denna punkt.

Förslag: Riksgäldskontoret föreslår att högst 30 procent av statsskulden får förfalla inom de närmaste tolv månaderna. Riksgäldskontoret bör dock inrikta upplåningen på att inte mer än 25 procent förfaller inom ett år.

6 Styrnings- och utvärderingsfrågor

6.1 Utvärdering av Riksgäldskontorets hantering inom ramen för de övergripande riktlinjerna

6.1.1 Utvärdering av valet av riktmärken

Inför fjolårets riktlinjeförslag lämnade Riksgäldskontoret, i samråd med Finansdepartementet, en rapport till regeringen som behandlade principer för utvärderingen av statsskuldshandlingen. Där konstaterades att kontorets hantering inom ramen för de riktlinjer som regeringen anger i kvantitativt hänseende i princip bör utvärderas genom jämförelser med kontrafaktiska beräkningar – i stiliserade termer – av kostnaderna för alternativa beslut.

Förfarandet illustreras i regeringens rapport till riksdagen angående statsskuldshandlingen under 1999 genom en beräkning av kostnaderna för att ha samma duration i kron- och valutaskulden. Dessa jämfördes med kostnaderna för att – som i den faktiska skulden – ha kortare duration i valutaskulden och längre i kronskulden. Både beräkningarna gjordes i stiliserade termer. Syftet är således inte att i detalj jämföra med faktiska kostnader utan att söka bedöma om kontorets beslut att välja interna riktmärken med olika löptider varit ändamålsenligt eller ej.

Denna princip bör även kunna tillämpas på valet av valutasammansättning i riktmärket för valutaskulden. En kontrafaktisk beräkning kan här tänkas avse hur kostnaderna hade påverkats av att t.ex. ha en annan fördelning mellan euro och dollar.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning bör denna typ av kontrafaktiska beräkningar användas även framgent för kvantitativa utvärderingar av beslut om interna riktmärken. I överensstämmelse med att målet är att hålla nere statsskuldens absoluta kostnader bör beräkningarna göras i termer av löpande kupongkostnader. Kostnader inklusive marknadsvärdeförändringar kan dock vara intressanta och bör redovisas som jämförelse.

Det bör understrykas att sådana beräkningar lätt får ett inslag av godtycke. I efterhand går det alltid att hitta en annan portfölj som visar sig ha lägre kostnader. Ett krav är därför att jämförelser görs med riktmärken som sett på förhand framstår som rimliga. Extrema strategier, som att lägga all valutaupplåning i en valuta eller att ha en mycket kort duration i någon av delportföljerna, bör således inte ingå i jämförelserna. Vidare bör kontrafaktiska beräkningar ses som ett led bland flera i utvärderingen.

6.1.2 Utvärdering av hanteringen av valutamandatet

Riktlinjerna ger, enligt förslaget i avsnitt 5, kontoret ett intervall kring riktvärdet för amorteringen av valutaskulden om ± 15 miljarder kronor.

Som framgår av avsnitt 5.2.2 ger intervallet Riksgäldskontoret utrymme att anpassa amorteringstakten till överraskningar i lånebehovet som riskerar att försämra lånevillkoren i kronmarknaden. Det gör också att kontoret kan jämnna ut amorteringarna mellan åren om ny information om statsfinanserna kommer sent under budgetåret. Riksgäldskontoret bör dokumentera och motivera beslut om att väsentligt ändra amorteringstakten i förhållande till riktvärdet.

Som kontoret framhållit ovan bör valutaintervallet inte användas för positionstagande i kronvalutamarknaden. Följaktligen finns det heller inte skäl att utvärdera avvikelser från riktvärdet i termer av om kostnaderna påverkats av att valutaväxlingar skett i annan takt. I detta fall vore därför en kontrafaktisk beräkning missvisande. Eftersom motiven för att avvika i huvudsak är av kvalitativ karaktär, bör även utvärderingen av eventuella avvikelser göras kvalitativt och t.ex. innefatta granskning av de motiv Riksgäldskontoret anför för beslutet.

6.1.3 Utvärdering och återrapportering av hanteringen av durationsintervallet

Kontoret föreslår att ett intervall skall anges kring durationsriktvärdet. Skälet är dels att det av kostnads- och marknadsvårdsskäl inte bedöms som ändamålsenligt att vid varje tidpunkt styra durationen i kronskulden, dels att skapa utrymme för positionstagning i förvaltningen av valutaskulden. Positionstagande i valutaskuldens utvärderas mot ett separat riktmärke; se avsnitt 6.2.2. Rörelser inom intervallet som härrör från kronskulden bör inte utvärderas genom jämförelser med kontrafaktiska beräkningar, eftersom avvikelserna inte är uttryck för ett positionstagande grundat på bedömningar av ränteutvecklingen.

Om durationen under längre tid kraftigt avviker från riktvärdet, exempelvis under större delen av året ligger i ytterkanten av intervallet, finns det skäl att närmare studera orsakerna. Det kan i vissa fall även vara motiverat att kvantifiera kostnaden eller vinsten av denna avvikelse från centralvärdet för att skapa underlag för diskussion om huruvida kontorets beslut att inte justera durationen varit kostnadsmässigt motiverat. Resultatet av sådana studier skall ingå i kontorets underlag för regeringens utvärdering.

Diskussioner i dessa sammanhang skapar en naturlig grund till hjälp för bedömning vad som är ett skäligt intervall. För att öka kunskapen om hur stort intervall som långsiktigt är rimligt skall orsaker och magnituden på variationerna dokumenteras, beskrivas och förklaras. Detta utgör sedan en grund för att ta ställning till om intervallet bör ändras. Återrapportering av dessa erfarenheter ingår därför också som en naturlig del i kontorets kommande riktlinjeförslag.

6.2 Styrnings- och utvärderingsfrågor inom Riksgäldskontoret

Delegationsordningen för statsskuldsförvaltningen innebär att regeringens beslut om övergripande riktlinjer i nästa led skall översättas i mer operationella riktlinjer genom beslut av kontorets styrelse. Eftersom de interna riktlinjerna även används i den samlade utvärderingen av statsskuldsförvaltningen, vill kontoret i detta avsnitt kortfattat beskriva huvuddragen i de riktlinjer kontoret enligt nuvarande planer avser att arbeta med.

I likhet med innevarande års ordning föreslår kontoret bl.a. att regeringen skall besluta om ett mål för den nominella statsskuldens totala duration. I år har detta operationaliserats genom separata riktmärken för den nominella kronskulden respektive skulden i utländsk valuta. Kontoret ser ingen anledning att frångå denna princip.

De två riktmärkena och delskulderna har under innevarande år ur durationshänseende hanterats separat. En durationsförändring i en delskuld har år inte parerats i den andra delskulden i syfte att tillse att det av regeringen beslutade durationsmålet infriats. I praktiken skulle detta innebära att autonoma durationsförändringar i den nominella kronskulden hade parerats genom åtgärder i valutaskulden. Det skulle, för att inte förrycka positionstagandet i valutaskulden, förutsätta att riktvärdet för durationen i valutaskulden fortlöpande anpassas till vad som sker med kronskulden. Genom att valutaskulden haft ett fast durationsriktmärke på två år har sådan flexibilitet inte funnits.

Fördelen med ett sådant arrangemang skulle vara en att en jämnare utveckling av durationen på totalnivå troligen skulle uppnås och att intervallet kring riktvärdet skulle kunna minskas. Nackdelen är att det skulle uppstå transaktionskostnader. Storleksskillnader – valutaskulden är hälften så stor som den nominella kronskulden – gör att det skulle krävas stora korrigeringar av valutaskuldens duration även om endast mindre förändringar i kronskuldens duration inträffat. Med hänsyn till bedömningen att statsskuldens kostnader på lång sikt bestäms av emissionsräntor – inte kortsiktiga svängningar i marknadsvärden – vore det inte motiverat att ta på sig transaktionskostnader för att med hjälp av valutaskulden finjustera durationen, trots att kostnaderna och riskerna här är lägre än om transaktionerna skulle göras i kronskulden. Kontoret avser mot denna bakgrund inte att ändra principerna för styrningen av durationen i den samlade kron- och valutaskulden.

6.2.1 Nominella kronskulden

I avsnitt 3 beskriver kontoret några grundläggande förutsättningar som påverkar utformningen av styr- och utvärderingssystem för den nominella kronskulden. Den viktigaste är att positionstagning inte är aktuell. Av detta följer att utvärdering mot ett riktmärke i marknadsvärdesterm inte är meningsfull. Därmed bortfaller riktmärkets roll som utvärderingsinstrument. I stället bör förvaltningen av den nominella kron-

skulden inriktas på att genom skuld- och marknadsvård uppnå lägsta möjliga absoluta kostnad. Utvärderingen av förvaltningen bör därmed inriktas på kontorets förmåga att hantera dessa uppgifter. Som styrinstrument bör även fortsättningsvis ett durationsbaserat riktmärke användas.

Styrning

Durationen i kronskulden påverkas från dag till dag av variationer i lånebehovet samt genom emissioner och förfall. Inverkan av dessa faktorer kan periodvis vara mycket stor men kan samtidigt med relativt stor säkerhet prognostiseras. Avvikelser från prognoserna kan givetvis inträffa genom oförutsedda händelser, exempelvis förändringar i privatiseringsplaner, vilka oftast ger relativt snabba genomslag. Kontoret kan styra durationen genom val av löptid och volymer i emissionerna, återköp och genom att utnyttja derivatinstrument (främst ränteswappar). På grund av skuldens karaktär kan skuldens duration i de flesta fall målmedvetet förändras endast i en långsam takt.

Utgångspunkten vid förvaltningen av kronskulden är marknadsvård inom ramen för ett långsiktigt durationsmål. Kontorets emissionsstrategi baseras därför bl.a. på förutsägbarhet och ambitionen att upprätthålla en god likviditet i obligationsmarknaden. Emissionerna sker på förutbestämda dagar i enlighet med ett schema som publiceras halvårsvis. I praktiken har kontoret därför begränsade möjligheter att parera de kortsiktiga, dagliga fluktuationerna i skuldens duration genom emissionsverksamheten. Dels bör inte villkoren i annonserade emissioner ändras med kort varsel, dels bör emissionsvolymerna inte i någon större utsträckning variera från emission till emission.

Även derivatmarknaden erbjuder begränsade möjligheter till styrning. Kronportföljens storlek medför att det krävs derivatkontrakt på stora belopp för att få någon märkbar inverkan på skuldens duration. Stora belopp riskerar emellertid att försämra villkoren på swapmarknaden och därmed fördyra skuldförvaltningen. Detta innebär en restriktion på möjligheten att utnyttja swapmarknaden. Även att öppna och stänga swapkontrakt och/eller emittera och återköpa lån för att parera durationssvängningar skulle medföra betydande transaktionskostnader till följd av skillnaden mellan köp- och säljräntan. Korta affärer i ränteswappar är dessutom riskfyllda. Kontoret bedömer det inte som försvarbart att åsamka staten dessa kostnader och risker.

Sammantaget innebär marknadsvårdande hänsyn och kronportföljens storlek att det finns små möjligheter att dagligen styra durationen i kronskulden. Vid utformningen av riktmärket för den nominella skulden i kronor måste hänsyn tas till detta.

Under innevarande år har riktmärket för kronskulden definierats som ett centralvärde omgivet av ett intervall. Så länge skuldens duration varit inom denna korridor har portföljen legat på riktmärket. Kontoret har

därmed inte behövt parera kortfristiga förändringar i durationen. De dagliga svängningarna i lånebehovet har dock påverkat durationen mer än vad som förutsågs och det först fastställda intervallet visade sig vara för snävt. Dessutom har extraordinära händelser påverkat durationen, exempelvis ett antal förändringar i privatiseringsplanen för Telia. Riktmärket har därför under året ändrats vid två tillfällen.

Trots de problem som uppstått under innevarande år anser kontoret att ett riktmärke i form av en korridor har många av de egenskaper som är önskvärda. Riktmärket är replikerbart och det ger möjlighet till att ange en önskvärd löptid i kronportföljen – definierad utifrån målet om kostnad och risk – som alltid skall och kan beaktas. Förvaltningen kan inriktas på en långsiktig durationsstyrning baserad på marknadsvärdande hänsyn. För närvarande ser kontoret därför ingen anledning att under nästa år frångå ett riktmärke baserat på ett centralvärde med ett intervall. Intervallet skall motsvara en avvägning mellan en önskvärd löptid, behovet av utrymme för att fänga upp de dagliga durationssvängningarna och ge utrymme för marknadshänsyn.

Utvärdering

Av skäl som framgår i avsnitt 3 anser kontoret att positionstagnation på den svenska marknaden skulle stå i strid med det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet. Kontoret anser att det främsta medlet att uppnå målet om lägsta kostnad med beaktande av risk i förvaltningen av kronskulden är skuld- och marknadsvärd. Detta kan definieras som åtgärder som kontoret vidtar för att sänka den *absoluta* räntekostnaden för staten till skillnad från transaktioner som strävar mot att sänka den *relativa* kostnaden som fångas upp då kostnaden mäts gentemot riktmärket. Begreppet kan dock innehålla en rad olika åtgärder och någon entydig definition är svår att finna. Även verksamhet som ligger utanför de faktiska lånetransaktionerna (emissioner och återköp, skuldskötsel via derivat etc.) hamnar under begreppet marknadsvärd. Exempelvis skapar en korrekt och adekvat information till marknaden en säkerhet som leder till lägre riskpremier. Kontorets engagemang i marknadsstrukturfrågor, t.ex. elektronisk handel, kan leda till en förbättrad likviditet och därmed lägre likviditetspremier. Gemensamt för dessa åtgärder är att de bidrar till att sänka den allmänna räntenivån. Därmed blir de svåra att kvantitativt utvärdera mot ett riktmärke och bör i stället utvärderas kvalitativt. En kvalitativ utvärdering kan emellertid innehålla kvantitativa inslag.

En kvalitativ utvärdering kan riskera att uppfattas som mer subjektiv än en kvantitativ utvärdering. Det är därför viktigt att ha ett ramverk som skapar förutsättningar för en objektiv utvärdering. De marknadsvärdande åtgärder som kontoret planerar att genomföra skall därför i förväg (dvs. inför kommande verksamhetsår) definieras och deras förväntade effekter i möjligaste mån beskrivas. Beslut om sådana planer bör fattas av kontorets styrelse, i analogi med övriga operativa riktlinjer för skuldförvaltningen.

Utvärderingen kan sedan bedöma om de planerade åtgärderna kunde förväntas leda till de eftersträvade effekterna. Vidare kan utvärderingen kontrollera i vilken mån åtgärderna verkligen vidtagits och en bedömning kan göras om de eftersträvade effekterna uppnåtts. Hänsyn måste givetvis tas till förändrade förutsättningar. De planerade åtgärderna kan betraktas som operationaliserade delmål uppställda i syfte att nå det övergripande målet.

Tänkbara åtgärder inför 2001 skulle kunna vara att kontoret aktivt verkar för att statsobligationer börjar handlas i ett elektroniskt handelssystem; att kontoret åstadkommer en breddning av tillgången till räntemarknaden genom att samma instrument (statsskuldväxlar, statsobligationer och realobligationer) erbjuds som investeringsalternativ till såväl små som stora placerare; att den internationellt sett redan snabba och effektiva auktionsprocessen utvecklas och blir ännu bättre; att satsa än större resurser på att förbättra informationen om statsskuldspolitiken till investerare (investor relations), etc. Kontorets syn på utvärdering (och styrning) skiljer sig inte från flertalet nationella skuldkontor. Exempelvis har Storbritanniens Debt Management Office definierat ett antal delmål benämnda "Indicators of Success" av huvudsakligen kvalitativ natur. Utvärderingen sker sedan mot dessa delmål.

Kontoret avser att vid utvärderingen av verksamheten under 2001 engagera externa konsulter. Konsulternas uppdrag kan dels vara att bedöma måluppfyllelse och effekter av kontorets åtgärder, dels att mera övergripande utvärdera hur den svenska statspappersmarknadens fungerar.

6.2.2 Skulden i utländsk valuta

Riksgäldskontoret har f.n. inga planer på att inför nästa år förändra systemen för styrning och utvärdering av skulden i utländsk valuta. Styrningen kommer således även fortsättningsvis att ske mot ett riktmärke som stipulerar en viss valutafördelning och duration. Utvärderingen sker genom mäta i vad mån avvikelser från riktmärket lett till besparingar eller fördyringar. I beräkningen av resultatet fångas såväl realiserade flöden som orealiserade marknadsvärdesförändringar upp. Även fortsättningsvis kommer detta utgöra basen för utvärderingen av förvaltningen av skulden i utländsk valuta.

6.2.3 Realskulden

Styrning

Ett (real) durationsriktmärke för realskulden skulle inte vara replikerbart. Dels är den reala upplåningen till stor del efterfrågestyrd, dels saknas i praktiken derivatinstrument. Det betyder att kontoret har små möjligheter att via emissionsinriktning respektive derivat anpassa skuldens duration. Kontoret anser därför att den reala skulden även fortsättningsvis bör styras utan formaliserat riktmärke. Regeringens

riktlinjebeslut att upplåning skall ske i långa löptider är därigenom tillfyllest som styrning.

Utvärdering

För utvärdering av den reala upplåningen kommer, i likhet med för utvärderingen av den nominella upplåningen, att ett antal indikatorer i förväg identifieras och dess förväntade effekter beskrivas i riktlinjer beslutade av styrelsen. Som för den nominella upplåningen avser kontoret att låta externa konsulter skall utvärdera kontorets aktiviteter, både i förhållande till de i förväg angivna indikatorerna och genom jämförelser med hur andra emittenter av realobligationer värderar sina marknadsplatser.