

## Bilaga

# Innehåll

<b>1</b>	<b>Sammanfattning</b> .....	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Inledning</b> .....	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>Utgångspunkter för regeringens riktlinjer</b> .....	<b>6</b>
	3.1 Statsskuldens sammansättning .....	6
	3.2 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet .....	9
<b>4</b>	<b>Riktlinjer för statsskuldförvaltningen 2002</b> .....	<b>17</b>
	4.1 Riksgäldskontorets riktlinjeförslag och Riksbankens yttrande .....	17
	4.2 Regeringens beslut .....	20
<b>5</b>	<b>Utvärderingen av statsskuldens förvaltning 2002</b> .....	<b>32</b>
<b>6</b>	<b>Tekniskt appendix: Definitioner av centrala begrepp</b> .....	<b>38</b>



# 1 Sammanfattning

Riktlinjerna för statsskuldens förvaltning har ett flerårigt tidsperspektiv så att förutsättningar skapas för långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken. Årets beslut omfattar 2002–2004 där riktlinjerna för 2003 och 2004 är preliminära och kan komma att ändras.

Valutaskulden skall amorteras med 15 miljarder kronor 2002. Riksgäldskontoret får avvika från angiven amorteringstakt med  $\pm 15$  miljarder kronor. Intervallet tillåter att kontoret i princip avstår från amorteringar på valutaskulden om kronan förblir svag under 2002. Kontoret skall väga in kostnader och risk i strategiska beslut om amorteringstakten.

Den långsiktiga inriktningen är att valutaskuldens andel av statsskulden skall reduceras och andelen kronaskuld ökas. För 2003–2004 är inriktningen att amorteringen av valutaskulden skall uppgå till 25 miljarder kronor per år. Vid givna antaganden om utvecklingen av lånebehovet och kronkursen beräknas valutaskuldens andel falla från nuvarande 35 procent av statsskulden till ca 27 procent vid utgången av 2004.

Riksgäldskontoret ska få möjlighet att välja andra motparter än Riksbanken vid växling av utländsk valuta mot svenska kronor. Syftet är att få en mer kostnadseffektiv förvaltning. Det nya systemet skall präglas av förutsägbarhet, tydlighet och transparens. Systemet träder i kraft den 1 juli 2002.

Andelen reallån i statsskulden skall långsiktigt öka. Öknings-takten ska vägas mot efterfrågan på realobligationer samt kostnader och risker för annan upplåning. Riktlinjen för realskulden behålls därmed oförändrad. Den reala upplåningen skall ske i långa löptider. En nyhet är dock att riktlinjen ger utrymme för att emitte-

ra reallån på relativt korta löptider, främst som ett led i anpassning till efterfrågan på marknaden.

Den del av finansieringsbehovet som inte täcks av real upplåning och upplåning i utländsk valuta skall täckas med nominella lån i kronor.

Den genomsnittliga durationen i den nominella kron- och valutaskulden 2002–2004 ska, liksom i år, vara 2,7 år. Riksgäldskontoret får vid fastställandet av riktmärkesportföljer för de nominella skuldslagen avvika från nämnda riktvärde med maximalt  $\pm 0,3$  år.

En spridd förfalloprofil skall eftersträvas i statsskulden. Upplåningen skall inriktas mot att inte mer än 25 procent av skulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna.

## 2 Inledning

Riksdagen fattade 1998 beslut om en ny beslutsstruktur och en ny målformulering för statsskuldspolitiken (prop. 1997/98:154, bet. 1997/98:FiU29, rskr. 97/98:253). I lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning lagfästes det övergripande målet om att statens skuld skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Vidare fastställdes att förvaltningen skall ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Enligt den nya beslutsstrukturen skall regeringen senast den 15 november varje år fatta beslut om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden för kommande år. Beslutet skall fattas efter det att Riksgäldskontoret lämnat förslag till riktlinjer och Sveriges riksbank getts möjlighet att yttra sig över förslaget. Riksgäldskontoret inkom den 1 oktober 2001 med förslag till riktlinjer och Riksbankens yttrande inkom den 18 oktober 2001.

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

### 3.1 Statsskuldens sammansättning

Det övergripande målet för statsskuldspolitiken är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Av målet följer att det är de förväntade totala kostnaderna och den samlade risken i förvaltningen som är av intresse. Inte minst är det väsentligt att beakta samspelet mellan olika risker i skuldportföljen, eftersom den samlade risken inte utgörs av summan av riskerna i de olika delportföljerna.

Riktlinjerna för statsskuldspolitiken skall utformas så att skulden får önskvärda egenskaper i förhållande till det övergripande målet. Skuldens egenskaper bestäms främst av fördelningen mellan de tre skuldslagen nominell kronupplåning, real kronupplåning och valutaupplåning samt av löptid och förfalloprofil i respektive skuldslag. Dessa storheter är tillsammans med storleken på statsskulden styrande för vilken total kostnad och samlad risk som kan förväntas i förvaltningen av statsskulden.

Statsskulden<sup>2</sup> uppgick vid utgången av 2000 till 1 281 miljarder kronor (ca 62 procent av BNP) vilket innebär en minskning med 94 miljarder kronor från 1999. Till minskningen bidrog en god ekonomisk utveckling med ökade skatteintäkter och lägre utbetal-

<sup>1</sup> I avsnitt 6 Tekniskt appendix ges en mer utförlig förklaring av vissa centrala begrepp.

<sup>2</sup> I riktlinjerna avses den okonsoliderade statsskulden som förvaltas och redovisas av Riksgäldskontoret. Ett mer rättvisande mått på statens samlade skuldbörda visar den konsoliderade statsskuld som bl.a. redovisas i Årsredovisningen för staten och i budgetproposition för respektive budgetår.

ningar för arbetslöshetsunderstöd samt överföringen av AP-fondsmedel och delprivatiseringen av Telia. Den svenska kronans försvagning under 2000 motverkade en minskning av statsskulden med drygt 9 miljarder kronor.

Vid utgången av 2001 beräknas statsskulden uppgå till 1 125 miljarder kronor<sup>3</sup>, en beräknad minskning med 156 miljarder kronor under året. Viktiga förklaringsfaktorer till skuldminskningen, vid sidan av budgetöverskottet, är främst överföringen av AP-fondsmedel till staten på 155 miljarder kronor (varav omkring hälften i statsobligationer) och en extra utdelning från Riksbanken på 20 miljarder kronor.

Regeringens riktlinjebeslut om valutaupplåning avser upplåning med valutaexponering. För att få en rättvisande bild av skuldens valutaexponering måste de skuldskötselåtgärder som vidtas i valutaupplåningen beaktas. Riksgäldskontoret har av kostnadsskäl valt att ta upp lån i svenska kronor och genom skuldbytesavtal (kron/valutaswappar) omvandla lånen till skuld i utländsk valuta. Detta har under senare år varit den helt dominerande tekniken för att ta upp valutalån. Statsskuldens fördelning på skuldslag, inklusive skuldskötselåtgärder, redovisas i tabell 1 nedan.

**Tabell 1. Statsskuldens sammansättning inkl. skuldskötselåtgärder vid utgången av respektive år 1997-2000 samt prognos för 2001 (miljarder kronor).**

	1997	1998	1999	2000	2001
Nominell skuld i kronor	911	920	874	801	662
<i>Andel, procent</i>	63,3	62,4	63,6	61,8	57
Realräntelån	92	94	97	102	97
<i>Andel, procent</i>	6,4	6,4	7,1	7,9	8
Skuld utländsk valuta	436	459	402	393	415
<i>Andel, procent</i>	30,3	31,2	29,3	30,3	35
<b>Statsskuld inkl. skuldskötsel</b>	<b>1 439</b>	<b>1 473</b>	<b>1 373</b>	<b>1 296</b>	<b>1 175</b>
Statsskuld exkl. skuldskötsel	1 430	1 449	1 374	1 281	1 148

*Källa:* Riksgäldskontoret.

*Anm:* Skuld i utländsk valuta är omvärderad till valutakurser vid respektive årsslut. Omvärderingen per den 31 december 2001 bygger på de stoppkurser per den 3:e oktober som Riksgäldskontoret använde i sin senaste skuldprognos.

<sup>3</sup> Källa: Finansdepartementet, se även tabell 2.

Nominella lån i svenska kronor utgör traditionellt Riksgäldskontorets viktigaste finansieringskälla. Merparten av upplåning sker i statsobligationer (lån med löptid över ett år) och statsskuldväxlar (lån med löptid i huvudsak under ett år). I skuldslaget ingår även upplåningen från de svenska hushållen via främst premieobligationer och riksgäldsspar. Skuldslagets andel av statsskulden uppvisar en sjunkande trend sedan mitten av 1990-talet och beräknas uppgå till 57 procent av statsskulden vid utgången av 2001.

Realräntelån erbjuder investerare en möjlighet att säkra sig mot inflationsrisker och utgör för staten ett komplement till nominell kronupplåning. Realränteobligationer har sedan emissionsstarten 1994 stadigt ökat sin andel av upplåningen på den svenska marknaden och beräknas vid utgången av 2001 uppgå till 8 procent av statsskulden.

Andelen upplåning i utländsk valuta växte snabbt i början av 1990-talet, från under 10 procent till knappt 29 procent av statsskulden budgetåret 1994/95. Därefter har andelen legat relativt stabilt runt 30 procent. Andelen beräknas stiga kraftigt under 2001 till ca 35 procent av statsskulden, dels beroende på en kraftig minskning av den totala skulden främst genom AP-fondernas inleverans av kronobligationer, dels på grund av att amorteringarna på valutaskulden av kostnadsskäl reducerats under året. Till en ökad andel valutaskuld har också försvagningen av den svenska kronan bidragit.



## 3.2 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet

**Regeringens utgångspunkter:** Den långsiktiga inriktningen på skuldförvaltningen är att valutaskuldens andel av statsskulden skall reduceras och andelen kronskuld därmed öka. Vidare skall Riksgäldskontoret även fortsättningsvis väga in kostnader och risk i strategiska beslut om amorteringstakten av valutaskulden.

Riksgäldskontoret skall få möjlighet att även välja andra motparter än Riksbanken vid växling av utländsk valuta mot svenska kronor.

Riktlinjerna för statsskuldspolitiken skall ha treårigt perspektiv så att förutsättningar skapas för framförhållning. För 2003 och 2004 är riktlinjerna preliminära och kan komma att ändras vid kommande beslutstillfällen.

### Ställningstaganden i tidigare riktlinjebeslut

Regeringen har i tidigare riktlinjebeslut tagit ställning i ett antal centrala frågor i syfte att tydliggöra de principer som statsskuldspolitiken vilar på. Bland annat har frågor om kostnads- och riskmått, den långsiktiga sammansättningen av skulden och graden av flexibilitet i förvaltningen av skulden berörts. I det följande redovisas de mest centrala ställningstagandena.

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

Målet för statsskuldspolitiken innebär att kostnaderna för skulden bör vägas mot riskerna i förvaltningen. Denna avvägning är avgörande för vilken sammansättning och löptid som skulden bör ha. I riktlinjerna för 2000 angav regeringen de mått som bör användas avseende kostnader, risker och löptid i statsskulden.

Mot bakgrund av skuldens långsiktiga karaktär och att upplåningen normalt sker med en stor andel lån som förblir utestående

till förfall bör kostnaderna mätas i termer av genomsnittlig emissionsränta<sup>4</sup>. Det relevanta överordnade riskmålet bör därmed uttryckas som risken för variationer i detta kostnadsmått dvs. genomsnittlig emissionsränterisk. Andra, underordnade, risker är den finansiella sparanderisken och marknadsvärdesrisken. De nämnda riskmåten är nominella till sin karaktär.

I förslag till riktlinjer för 2001 argumenterade Riksgäldskontoret för att risk skall definieras i termer av i vilken mån statsskulden bidrar till variationer i statens finanser. Detta ALM-inspirerade<sup>5</sup> synsätt medför att en skuldportfölj som typiskt sett har låga kostnader då statsfinanserna är svaga (t.ex. till följd av en lågkonjunktur) betraktas som mindre riskfylld än en portfölj där det omvända gäller. I riktlinjebeslutet för samma år konstaterade regeringen att ALM-ansatsen utgör en rimlig tankeram för analys av riskerna i statsskuldens förvaltning och att analysen bör fördjupas och utvecklas. En ALM-ansats föreföll vara mer ändamålsenlig än ett nominellt riskbegrepp. Risken i förvaltningen bör därför i princip definieras i termer av skuldportföljens bidrag till variationer i budgetsaldo och statsskulden. Det konstaterades dock att ALM-synsättet inte kan anses tillräckligt utvecklat i operativt hänseende ännu och att både nominella och ALM-inspirerade riskmål tills vidare bör användas.

### **Statsskuldens långsiktiga sammansättning**

I riktlinjer för 1999 och 2000 saknades tillräckligt underlag för att kunna ta ställning till den långsiktiga utvecklingen i de olika

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

<sup>5</sup> I konventionell finansiell riskanalys (Asset and Liability Management, ALM) kan risker minimeras genom att skuldernas egenskaper matchas mot tillgångarna. Principerna är utvecklade för finansiella företag men kan även användas som en konceptuell ram för analys av statens finanser och skuld förvaltning.

skuldslagens andelar. Riktlinjerna syftade därför i allt väsentligt till att behålla de olika skuldslagens andelar oförändrade.

I riktlinjebeslutet för 2001 fann regeringen det möjligt att ta ställning till den långsiktiga rörelseriktningen och sammansättningen av statsskulden. En sammantagen bedömning gav att skälen för valutaupplåning hade minskat i tyngd samtidigt som riskerna i valutaskulden blivit tydligare. Bland annat konstaterades att det inte finns anledning att anta långsiktiga systematiska kostnadskillnader mellan upplåning i svenska kronor och upplåning i utländsk valuta. De riskpremier som tidigare fördyrat den inhemska upplåningen har successivt minskat vilket gjort det svårare att av kostnadsskäl motivera en stor utlandsskuld.

Samtidigt har riskerna med en stor utlandsskuld tydliggjorts. Förändringar i kronans växelkurs påverkar dels värdet av valutaskulden och därmed statsskuldens storlek, dels statens räntekostnader och därmed budgetsaldot. Ur ett matchnings- och ALM-perspektiv riskerar valutaskuld även att förstärka svängningar i statsfinanserna eftersom ökade valutaskuldräntor riskerar sammanfalla med ökade budgetbelastningar i tider då statsfinanserna av konjunkturskäl kan antas vara svaga. Regeringen fann därför att övervägande skäl talar för att andelen valutaskuld bör reduceras samtidigt som andelen kronskuld ökas.

Denna bedömning kvarstår. Utvecklingen under 2001 har understrukit den risk som en stor andel valutaskuld innebär för statens finanser. Bland annat beräknas valutaskulden, trots valutaamorteringar, öka under 2001.

### **Tidsperspektiv och framförhållning**

Av det övergripande målet för statsskuldspolitiken följer att det långsiktiga perspektivet bör stå i fokus och att riktlinjerna därför bör ange en mer strategisk inriktning och ha ett flerårigt perspektiv. För detta talar även de långsiktiga ställningstaganden som görs i riktlinjerna, t.ex. om valutaskuldens långsiktiga utveckling och Riksgäldskontorets mandat till strategiskt positionstagande i kronskulden och valutaskulden. I beslutet för 2001 angavs att riktlin-

jerna bör sträcka sig över samma tidshorisont som utgiftstaken i statens budget, dvs. under den period där prognoser om t.ex. stats-skuld och lånebehov finns tillgängliga. Tidsperspektivet i riktlinjebesluten skulle därmed bli treårigt. Årets beslut avser åren 2002–2004.

Riktlinjerna för åren 2003 och 2004 är preliminära och skall ses som ett uttryck för regeringens strategiska inriktning i stats-skuldpolitiken. Denna inriktning prövas i samband med de årliga riktlinjebesluten. Det finns inget som hindrar att en långsiktig strategi omprövas i ljuset av nya omständigheter, t.ex. avseende utvecklingen i statsfinanserna, och nya insikter om statsskuldpoli-tiken inriktning. Även redan beslutade riktlinjer kan ändras om grunderna för beslutet på ett avgörande sätt skulle förändras. Ut-gångspunkten skall dock vara att riktlinjer inte ändras opå kallat.

## Riksgäldskontorets växlingar mellan kronor och utländsk valuta

I förordning (1996:311) med instruktion för Riksgäldskontoret anges att kontorets växlingar mellan kronor och utländsk valuta skall ske med Riksbanken. Gällande praxis innebär att Riksbanken med lika stort belopp varje handelsdag köper utländsk valuta för att kompensera den minskning av valutareserven som statens amorteringar och räntebetalningar på valutaskulden medför<sup>6</sup>. På så sätt undviker Riksbanken att växlingar för Riksgäldskontorets räkning sammanblandas med eventuella valutapolitiska interventioner.

Riksgäldskontoret föreslår nu att kontoret ges möjlighet att växla direkt med andra motparter än med Riksbanken. Som motiv anförs bl.a. följande. Nuvarande system är inte anpassat till konto-

<sup>6</sup> Under andra halvåret 2001 har Riksbanken övergått till en växling per vecka. Det är en anpassning till Riksgäldskontorets beslut att reducera amorteringarna till 10-15 miljarder kronor, vilket i sin tur bygger på regeringens beslut i juli att sänka riktvärdet för valutaamorteringarna från 35 till 25 miljarder kronor.

rets uppdrag att mer aktivt hantera amorteringarna på valutaskulden. Ändrade växlingsrutiner skulle öka förutsättningarna för att uppnå målet för skuldförvaltningen och bidra till att sänka de totala kostnaderna för statsskulden. I likhet med övrig statsskuldförvaltning skall ett nytt system för växlingarna präglas av förutsägbarhet och transparens. En lämplig avvägning mellan förutsägbarhet och flexibilitet skulle innebära att kontoret offentligt annonserar planerad årstakt för växlingarna (amorteringar och ränta) och binder sig för att dessa fördelas relativt jämt över året. Inom ramen för angiven årstakt kan sedan Riksgäldskontoret i den operativa hanteringen mer exakt välja tidpunkt, teknik, motpart m.m. för växlingen inom ett på förhand offentliggjort tillåtet avvikelseintervall.

Riksbanken fokuserar i sitt yttrande över Riksgäldskontorets riktlinjeförslag på hanteringen av valutaskulden. Riksbanken pekar därvid på risken för att regeringen, direkt eller via Riksgäldskontoret, kan uppfattas bedriva valutapolitik. Riksbanken menar att riktvärdet för amorteringen av valutaskulden skall beslutas utifrån en bred bedömning av statsskuldspolitikens behov. I denna bedömning bör hänsyn tas främst till utvecklingen av statens lånebehov men även till ambitionen att minska valutaskulden och eventuella effekter på den inhemska värdepappersmarknaden. Riksbanken menar vidare att avvikelser från riktvärdet enbart bör ske mot bakgrund av förändringar i lånebehovet. Av detta drar regeringen slutsatsen att Riksbanken anser att kronans kurs inte bör påverka vare sig regeringens beslut om riktmärke för valutaamortering eller Riksgäldskontorets tillämpning av detta.

En förändring av växlingsförfarandet enligt förslaget skulle enligt Riksbanken ge regeringen tillgång till de funktioner som möjliggör interventioner på valutamarknaden och öka risken för att marknadens aktörer kan misstänka att regeringen bedriver valutapolitik. En nyordning skulle även innebära problem vid en eventuell framtida övergång till fast växelkurs, t.ex. inför ett deltagande i EMU:s tredje etapp. Vidare anför Riksbanken att om nya växlingsrutiner skulle beslutas bör detta kombineras med en ny rättslig status för Riksgäldskontoret som ger kontoret en relation till regeringen motsvarande den som AP-fonderna har. Riksbanken anser

slutligen att nuvarande praxis, att hänsyn till kronkursen skall tas vid beslut om amortering, skall rivs upp.

I riktlinjerna för 2001 förtydligade regeringen möjligheten för Riksgäldskontoret att väga in kronans värde i beslut om hur stor andel av valutaamorteringsmandatet som utnyttjas. Syftet var att skapa utrymme för att inte i onödan fördyra skuldförvaltningen i lägen då kronans värde påtagligt avviker från vad som kan uppfattas som en långsiktigt motiverad nivå. Att inte ta hänsyn till kronans kurs i beslut om riktmärket för amorteringen av valutaskulden eller tillämpningen av detta under året skulle kunna bli kostsamt för staten. De erfarenheter som gjorts innevarande år illustrerar väl detta förhållande. Av det övergripande målet för statskuldspolitiken följer att hänsyn skall tas till de kostnader som olika förvaltningsbeslut medför. Att bortse från kostnadsminimering i hanteringen av valutaskulden skulle i sammanhanget förefalla märkligt. Den praxis som utvecklats under 2001 stöds därmed av det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Erfarenheterna av denna nya praxis är goda. Hanteringen av amorteringarna har allmänt uppfattats som led i en ändamålsenligt upplagd statsskuldförvaltning.

Det lagfästa målet för statsskuldspolitiken är att långsiktigt minimera kostnaden samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Målet är också förknippat med restriktionen att förvaltningen skall ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Den bedömning som regeringen måste göra, för att fullgöra det uppdrag som riksdagen lagt fast i lag, är vilka avsteg från strikt kostnadsminimering som motiveras av penningpolitikens krav.

Enligt regeringens bedömning är den fördelning av befogenheter och ansvar som vuxit fram genom ändringarna i Riksbankens ställning och i styrsystemet för statsskuldförvaltningen ändamålsenlig och tydlig. Riksbanken har ansvaret för tillämpningen av det växelkurssystem som regeringen beslutat om. I överensstämmelse med detta har Riksbanken, genom sin kontroll över valutareserven, möjlighet att intervensera i valutamarknaden om den bedömer att detta är motiverat. Denna möjlighet finns oberoende av om det i bakgrunden finns transaktioner som initierats av Riksgäldskontoret, AP-fonder eller privata aktörer. Riksbankens förutsättningar

att genom interventioner påverka valutamarknaden inskränks således inte av att regeringen och Riksgäldskontoret söker väga in kronans värde vid beslut om valutaamorteringar.

Regeringen å sin sida skall utgå från det lagstadgade målet om kostnadsminimering när riktlinjer och andra regler för statsskuld-förvaltningen läggs fast. Givet detta mål vore det orimligt att bortse från kronans värde vid beslut om i vilken takt valutaskulden skall reduceras. För att hänsyn till kronutvecklingen ska få genomslag på statens kostnader är det nödvändigt att beslut om att ändra amorteringstakten också påverkar de faktiska växlingar som görs mot aktörer utanför staten.

Inte heller bör övergångsproblem i samband med en eventuell svensk anslutning till valutaunionen utgöra något avgörande hinder för ändrade växlingsrutiner i detta avseende. Av riktlinjerna framgår att dessa kan ändras om grunderna för beslutet skulle förändras. Deltagande i ERM torde kunna kvalificeras som en sådan förändring. Det kan tilläggas att regeringen tidigare uttalat att eventuellt medlemskap i valutaunionen inte skall vägas in i beslut om riktlinjer. Växlingsfrågan bör prövas i ljuset av de förhållande som nu råder.

Regeringens slutsats är att möjligheten för Riksgäldskontoret att växla valuta med andra motparter än Riksbanken är ett steg i riktning mot förbättrad måluppfyllelse och en logisk utveckling av statsskuld-förvaltningen. Riksbanken har i detta avseende inte tydligt kunnat visa att strategisk kronhänsyn eller ändrade växlingsrutiner förhindrar eller påtagligt försvårar för Riksbanken att uppnå målen för penning- och valutapolitiken. De farhågor som Riksbanken uttalat är enligt regeringens bedömning inte av sådan vikt att de motiverar avsteg från kostnadsminimeringsmålet.

Sammantaget anser regeringen att det finns goda skäl för den mer flexibla hanteringen av valutaskulden som tillämpats under innevarande år. Givet ställningstagandet att väga in kostnader och risk i bedömningar av amorteringstakten bör reella förutsättningar för staten att minska de totala kostnaderna för växlingarna skapas. Enligt regeringen bör därför utgångspunkten vara att Riksgäldskontoret framöver skall tillåtas växla valuta på samma sätt som andra myndigheter. Kontorets uppdrag på strategisk nivå bör kom-

pletteras med bättre möjligheter till kostnadsminimering med beaktande av risk även på operativ nivå. Riksgäldskontoret bör därför få möjlighet att valutaväxla även med andra motparter än Riksbanken. Regeringens ställningstagande innebär att instruktionen för Riksgäldskontoret i den här delen kommer att ändras. Den närmare utformningen av systemet behandlas i avsnitt 4.2 i delen om valutaskulden.



## 4 Riktlinjer för statsskuldsförvaltningen 2002

### 4.1 Riksgäldskontorets riktlinjeförslag och Riksbankens yttrande

#### Riksgäldskontorets riktlinjeförslag

Riksgäldskontoret anser att den långsiktiga inriktningen att reducera valutaskuldens andel av statsskulden bör ligga fast. Valutaamorteringarna bör därför uppgå till tidigare angiven inriktning på 35 miljarder kronor per år för 2003 och 2004. Amorteringsriktmärket för 2002 föreslås uppgå till 25 miljarder kronor, en sänkning med 10 miljarder kronor jämfört med inriktningen i riktlinjerna för 2001. Förslaget skall ses mot bakgrund av kronans svaghet som, enligt Riksgäldskontoret, gör det dyrt att amortera på valutaskulden. Intervallet runt amorteringsriktmärket för 2002 föreslås till -25 respektive +10 miljarder kronor. På så sätt kan Riksgäldskontoret avstå från att amortera om kronan skulle förbli svag.

Riksgäldskontoret föreslår vidare att andelen reallån långsiktigt bör ökas men att detta måste vägas mot efterfrågan på realobligationer och upplåningskostnaderna i andra skuldslag, med beaktande av risk. Förslaget avseende realräntelån överensstämmer med gällande riktlinjer. Riktlinjeförslaget innehåller även en fördjupad analys av reallånens roll, egenskaper och påverkan på kostnader och risker i den samlade skuldportföljen. Övrigt bruttolånebehov

bör täckas med nominell kronupplåning, samma riktlinje som nu gäller.

Löptiden i den samlade nominella kron- och valutaskulden bör enligt Riksgäldskontoret även fortsättningsvis uppgå till 2,7 år ( $\pm 0,3$  år). Riktlinjen för löptiden i den realupplåningen bör behållas men tolkas som att avse löptider längre än fem år.

Den detaljerade riktlinjen för förfalloprofilen föreslås tas bort. Kontoret bör i stället eftersträva en jämn förfalloprofil i syfte att begränsa refinansieringsriskerna. Hanteringen av förfalloprofilen redovisas i efterhand till regeringen.

Riksgäldskontoret föreslår att man ges möjlighet att växla direkt med annan motpart än Riksbanken. Förslaget syftar till att möjliggöra att valutaväxlingstakten kan användas som ett medel för att sänka skuldkostnaderna och förbättra förutsättningarna att nå målet för statsskuldförvaltningen.

## Riksbankens yttrande

Riksgäldskontorets förslag avseende andelen reallån, täckning av bruttolånebehovet samt skuldens löptid bedöms av Riksbanken vara förenligt med den penningpolitiska restriktionen i målet för statsskuldpolitiken.

I övrigt anser Riksbanken att riktlinjebeslut bör baseras på en bred bedömning av statsskuldpolitikens behov. En naturlig utgångspunkt är utvecklingen av statens lånebehov. Riksgäldskontorets förslag om 25 miljarder kronor i amortering för 2002 anses rimligt, mot bakgrund av en förväntad budgetförsvagning under nästa år. Även lägre amorteringstakt kan motiveras av budgethän-syn. Riksbanken betonar dock vikten av att fortsätta amortera av valutaskulden. En lägre valutaskuld bidrar sannolikt till att stabilisera svensk ekonomi och stärka kronan på lång sikt.

Riksgäldskontoret bör inte ha möjlighet att väga in strategiska bedömningar av kronkursens utveckling i beslut om amorteringstakten eftersom detta ökar risken för sammanblandning av stats-skuldpolitik och penning- och valutapolitik. Avvikelser från rikt-värdet för amorteringstakten bör endast styras av förändringar i

---

lånebehovet. På samma grunder avstyrks Riksgäldskontorets förslag om en friare praxis för kontorets valutaväxlingar. Tidigare har det ansetts inte finnas tillräckliga skäl för en förändring av växlingsrutinerna. Riksbanken anser att inga nya argument tillkommit som ändrar den bedömningen. Om nya växlingsrutiner skulle beslutas bör förändringen kombineras med en ny rättslig status för Riksgäldskontoret, dvs. en relation till regeringen motsvarande den som AP-fonderna har.

## 4.2 Regeringens beslut

### Valutaskulden

**Regeringens beslut:** Skulden i utländsk valuta skall amorteras med 15 miljarder kronor 2002. Inriktningen för 2003 och 2004 är att amorteringstakten skall uppgå till 25 miljarder kronor per år.

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

Riksgäldskontorets hantering av valutaväxlingarna skall präglas av förutsägbarhet och tydlighet. Kontoret skall fastställa och offentliggöra riktlinjer för den operativa hanteringen av växlingarna. Det nya systemet träder ikraft den 1 juli 2002.

Enligt Riksgäldskontoret gäller alljämt den analys som ledde fram till att valutaskulden bör minskas som andel av statsskulden. Att valutaskuld är förknippad med högre risk än kronaskuld illustreras tydligt av den svenska kronans volatilitet under 2001. I övrigt har det inte framkommit något väsentligt nytt, t.ex. vad gäller utvecklingen av statsfinanserna, som föranleder ändring i de bedömningar som gjordes förra året. Kontoret föreslår därför att riktmärket för amorteringen på valutaskulden 2004 anges till 35 miljarder kronor, vilket är samma takt som angavs i fjolårets riktlinjebeslut för 2001-2003.

För 2002 bör den preliminära utgångspunkten vara att den långsiktiga inriktningen behålls. Detta skulle dock inte stå i samklang med utvecklingen under 2001 då Riksgäldskontoret och regeringen valt att minska amorteringstakten på grund av den svaga kronan. Enligt kontoret är det troligt att kronan kommer att stärkas under 2002 men det sker i så fall från en låg nivå. Därmed bedöms kronan vara något svagare under 2002 än enligt tidigare valutaprognoiser. Även överskotten i statens budget bedöms bli

lägre än tidigare beräknat. Sammantaget talar detta för en lugnare amorteringstakt än preliminärt beslutat. En valutaamortering på 25 miljarder kronor föreslås för 2002.

Med hänvisning till de extrema förhållanden som för närvarande råder på valutamarknaden föreslår Riksgäldskontoret att flexibiliteten i amorteringsintervallet vidgas nedåt. Mandatet för valutaamorteringarna bör uppgå till -25 respektive +10 miljarder kronor runt riktmärket för 2002. Förslaget gör det möjligt för kontoret att avstå från amorteringar om kronan skulle förbli svag samtidigt som intervallets övre gräns motsvarar den långsiktiga inriktningen.

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Reg. riktlinjer, valutaupplån., netto	0	-25	-25	-25	-35 <sup>1</sup>	-15	-25	-25
Faktisk valutaupplåning, netto	-2,5	-26	-25	-27	10-15	-	-	-
Valutaskuldens värdeförändring <sup>2</sup>	10	24	-57	-11	-	-	-	-
Valutaskuldens Andel, procent	30%	31%	29%	30%	35%	-	-	-
Statens Lånebehov <sup>3</sup>	6	-10	-82	-102	-58	-15	13	17
Statsskuldens Förändring <sup>3, 4</sup>	21	17	-75	-94	-156	18	5	12
Statsskuldens Storlek <sup>4</sup>	1 432	1 449	1 374	1 281	1 125	1 142	1 147	1 159
Statsskulden procent av BNP <sup>4</sup>	79%	77%	70%	62%	52%	51%	49%	47%
TCW-index i Budgetprop. för 2002	120	123	125	125	134	130	126	122

Källa: Finansdepartementet. Prognoserna för 2001-2004 har hämtats ur budgetprop. för 2002.

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

<sup>2</sup> Valutaskuldens värdeförändring utgörs av valutaupplåningen (netto) och valutakursomvärdering av skulden inkl. derivatportföljen.

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

<sup>4</sup> Med statsskuld avses den okonsoliderade skulden som förvaltas och redovisas av kontoret.

Regeringen anser att riktlinjebeslut bör baseras på långsiktiga, strategiska överväganden om kostnader och risker i statsskuld-förvaltningen och vad som bedöms vara en ändamålsenlig skuldportfölj. Normalt fattas riktlinjebeslut endast en gång om året. Givet att kronkursen utvecklas relativt stabilt och inte påtagligt avviker från vad som kan uppfattas som en långsiktigt motiverad nivå, bör den långsiktiga inriktningen i riktlinjebeslut inte baseras på rådande växelkurser eller valutakursprognoser. Kronans kurs och utsikterna för denna kan snabbt ändras. Eventuella beslut om anpassning av amorteringstakten till bedömningar av valutakursutvecklingen fattas av Riksgäldskontoret inom ramen för ett bestämt amorteringsintervall. Detta utesluter dock inte att regeringen i extrema situationer, t.ex. vid kraftiga valutavängningar eller stora ändringar i lånebehovet, tvingas justera riktlinjer under pågående verksamhetsår. Sådana ändringar skall dock inte ske opåkallat.

I riktlinjebeslutet för 2001 angav regeringen att starka statsfinanser och snabbt minskade statsskuld i kombination med ambitionen att långsiktigt minska andelen valutaskuld, motiverade en något snabbare amorteringstakt än tidigare år. Amorteringstakten höjdes därför till 35 miljarder kronor per år under 2001–2003 från de 25 miljarder kronor som gällt i föregående års beslut. Andelen valutaskuld skulle därmed kunna reduceras till ca 25 procent vid utgången av 2003.

I spåren av den internationella konjunkturförsvagningen och börsens nedgång har kronan utvecklats svagt under 2001. Mycket talar för att konjunkturen åter vänder uppåt under 2002 men det är i dagsläget svårt att avgöra hur snabbt och med vilken kraft som uppgången kommer att ske. I budgetpropositionen för 2002 gör regeringen bedömningen att kronan kommer att stärkas. Den bedömningen står fast. Osäkerhet över konjunkturutvecklingen och aktiemarknadernas utveckling, vilket har ökat efter terrorattacken i USA den 11 september 2001, medför att en mer påtaglig kronförstärkning kan dröja. Om kronan ligger kvar på en svag nivå blir en amortering av valutaskulden kostsam. Regeringen anser därför att riktvärdet för amorteringen på valutaskulden skall begränsas till 15 miljarder kronor för 2002.

De statsfinansiella utsikterna och utvecklingen i statsskulden framstår inte som lika förmånliga som inför fjolårets riktlinjebeslut. Det kan därför finnas skäl att under de närmaste åren välja en något lägre långsiktig takt i amorteringen av valutaskulden. Den långsiktiga inriktningen av amorteringstakten bör därför uppgå till 25 miljarder kronor. Detta är den takt som föreslås gälla för 2003 och 2004. Även med en lägre amorteringstakt bedöms statsskuldens valutaandel kunna minska betydligt. Givet de prognoser som föreligger rörande kronkursens utveckling och lånebehovets storlek beräknas andelen falla till ca 27 procent av statsskulden vid utgången av 2004. Vid utgången av 2001 beräknas valutaandelen uppgå till 35 procent.

Intervallat runt amorteringsriktmärket anser regeringen skall uppgå till  $\pm 15$  miljarder kronor. Intervallat tillåter att Riksgäldskontoret i princip kan avstå från amorteringar om kronan skulle förbli svag under 2002. Mandatet utgör enligt regeringen en rimlig avvägning mellan styrning och flexibilitet.

Enligt tidigare redovisat ställningstagande (se avsnitt 3.2) skall Riksgäldskontoret få möjlighet att valutaväxla även med andra motparter än Riksbanken. Regeringen anser att det nya systemet skall präglas av förutsägbarhet, tydlighet och transparens. Behovet av detta kan tänkas vara extra stort då ett nytt system sätts upp. Regeringen menar därför att kontoret i god tid innan växlingarna tas över skall redovisa växlingsbehovet och efter vilka principer dessa behov kommer att hanteras i valutamarknaden. Redovisningen skall utgå från kontorets beslut om amorteringstakt inom ramen för regeringens riktlinjer samt räntebetalningarna på valuta-skulden.

Kontoret skall i sin redovisning definiera en kostnadsmässigt neutral fördelning av nettoväxlingarna, avista och derivat, över tiden. En utgångspunkt är att fördelningen skall spegla valuta-transaktioner med koppling till underliggande betalningsflöden, dvs. förfall, bruttoupplåning, räntebetalningar och betalningar kopplade till därmed sammanhängande derivat. En andra utgångspunkt är att fördelningen bör vara relativt jämnt över tiden. Detta motiveras bl.a. av behovet att sprida betalningarna för att minska risken för att växelkursen är oförmånlig vid betalningstillfället.

Den kostnadsmässigt neutrala banan behöver således inte ge samma nettoväxlingar varje månad eftersom det skulle ställa krav på omfattande derivattransaktioner. Samtidigt bör fördelningen vara relativt jämn för att växelkursriskerna skall kunna spridas på ett tillfredsställande sätt. Ett viktigt syfte med att definiera den neutrala fördelningen av nettoväxlingarna är att minska osäkerheten för marknadens aktörer om hur kontoret kommer hantera växlingarna.

Riksgäldskontoret skall lägga fast tillåtna avvikelseintervall som vägledning för den operativa hanteringen. Inom den ramen har kontoret möjlighet att dra ner växlingarna under perioder då de framstår som särskilt oförmånliga (och vice versa). Sådana aktiva beslut skall kunna utvärderas i efterhand genom att t.ex. beräkna kostnadsskillnaden i förhållande till en resultatmässigt neutral fördelning av växlingarna. Utvärderingssystemet i sig borde ha en styrande effekt och medföra att kontoret inte kommer att avvika från den neutrala banan annat än om det finns påtagliga kostnadsfördelar. Följaktligen finns det inte anledning för regeringen att mer i detalj styra kontorets hantering av växlingarna. Avvikelseintervallet skall ingå i kontorets redovisning.

Regeringen bedömer att tiden mellan riktlinjebeslut och årsskiftet är allt för kort för att Riksgäldskontoret och övriga aktörer skall hinna anpassa sig till den nya ordningen. Det nya systemet träder därför i kraft den 1 juli 2002.



## Real kronskuld

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

Riksgäldskontoret har i årets skrivelse fokuserat analysen på realobligationernas egenskaper och roll i den samlade skuldportföljen. Realskulden har bl.a. inkluderats i de kvantitativa modellberäkningarna i syfte att belysa samspelet mellan de tre grundläggande skuldsdragen. Det är i första hand kvalitativa diversifieringsargument som motiverar real upplåning. Exempelvis utgör långa nominella och reala instrument i viktiga avseenden varandras spegelbilder i riskhänseende vilket leder till slutsatsen att statens skuldportfölj bör innehålla båda typerna av obligationer. En jämförelse mellan real- och valutalån leder till slutsatsen att instrumenten har likartade egenskaper men att reallån är mindre riskfyllda och bör föredras ur trovärdighetssynpunkt. Kontorets simuleringsmodell visar på små diversifieringsvinster av att inkludera reallån i portföljen vid en stabil makroekonomisk utveckling. Beräkningar på historisk data för de senaste 30 åren ger dock stöd för hypotesen om ökad stabilitet i statsfinanserna om reallån ingår i skuldportföljen.

Den samlade slutsatsen blir att andelen reallån långsiktigt bör öka. Marknadsförutsättningarna är dock alltjämt osäkra och kontoret föreslår därför oförändrade riktlinjer. Det innebär att realupplåningen även fortsättningsvis bör vägas mot efterfrågan på realobligationer och kostnader/risker för annan upplåning.

Regeringen uttryckte i riktlinjerna för 2001 att det är angeläget att utveckla analysen av realränteupplåningens bidrag till kostnaderna och risken i statsskulden. Riksgäldskontoret har i och med riktlinjeförslaget behandlat alla tre skuldsdragens egenskaper och roll skuldförvaltningen. Regeringen instämmer i allt väsentligt i de

bedömningar och slutsatser som framkommit i analysen. Realandelen i statsskulden skall därför långsiktigt ökas. Riktlinjen för den reala kronskulden behålls även i övrigt oförändrad.

Givet ambitionen att öka realandelen i skulden är det, som kontoret understryker, väsentligt att utveckla marknaden för realobligationer. Här är de insatser som Riksgäldskontoret och dess återförsäljare gjort vad gäller marknadsvårdande åtgärder viktiga, bl.a. strävan att öka investerarbasen. I sammanhanget kan noteras regeringens förslag om att vid halvårsskiftet 2002 överföra vissa myndigheters<sup>7</sup> kontoplacerade medel i Riksgäldskontoret till placering direkt på marknaden (se budgetproposition för 2002, volym 2, utgiftsområde 2). Förslaget avser realobligationer motsvarande ca 25 procent av nu utestående stock vilket skulle kunna förbättra likviditeten och öka förutsättningarna för en väl fungerande realobligationsmarknad.

## Nominell kronskuld

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

Den nominella kronskulden utgör en restpost mellan statens lånebehov och upplåningen i utländsk valuta och reala obligationer. Detta hindrar inte att den motsvarar ca 60 procent av den samlade statskulden och utgör statens viktigaste finansieringskälla. Årets riktlinjebeslut att amortera 15 miljarder kronor på valutaskulden och begränsningarna i möjligheterna att emittera realobligationer innebär att den nominella kronupplåningen även fortsättningsvis blir statens viktigaste finansieringskälla. Riktlinjen för den nominella kronskulden behålls oförändrad.

Det bör noteras att Riksgäldskontoret i första hand skapar valutaskuld genom att emittera kronlån som sedan via skuldbytesavtal

<sup>7</sup> Avser Kärnavfallsfonden, Insättningsgarantinämnden och Premiepensionsmyndigheten.

omvandlas till utländsk valuta. Omfattningen av amorteringen av valutaskulden, till den del den inte sker via direkt valutaupplåning, påverkar inte emissionsbehovet i kronor eftersom eventuella förändringar i amorteringstakten endast påverkar omfattningen av swapparna. Denna upplåningsteknik har bidragit till att emissionsvolymerna i kronmarknaden kunnat upprätthållas och marknadens likviditet stärkts.

## Löptid

**Regeringens beslut:** Den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden skall vara 2,7 år för 2002. Inriktningen för 2003 och 2004 är att durationen skall vara oförändrad. Riksgäldskontoret får vid fastställande av riktmärkesportföljer för nominella lån besluta om en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt  $\pm 0,3$  år från riktvärdet. Realupplåningen skall ha lång löptid.

Riksgäldskontoret anser att riktvärdet för durationen i den samlade kron- och valutaskulden bör behållas oförändrad på 2,7 år för 2002. Enligt kontoret har det inte framkommit några skäl som motiverar en ändrad löptid i den nominella skulden. Även riktlinjen för durationsavvikelsen bör behållas oförändrad, dvs.  $\pm 0,3$  år.

För 2004 är inriktningen något mer osäker. En minskad skuld skulle kunna motivera en kortare löptid (och vice versa). En ökad andel realskuld skulle innebära att skuldens löptid i helhet ökade, eftersom nyemitterade realobligationer i allmänhet har längre löptid än nominella obligationer. Därmed skulle det eventuellt finnas utrymme för att förkorta durationen i den nominella skulden utan att öka refinansieringsrisken i skulden. Riksgäldskontoret anser dock att det inte är meningsfullt att väga in dessa möjligheter i beslut om inriktningen för 2004. Därtill är osäkerheten för stor. Av samma skäl bör ett eventuellt medlemskap i valutaunionen inte vägas in.

**Tabell 3. Durationen för den nominella respektive reala delen av statsskulden vid slutet av respektive år (år).**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Nominell skuld	3,2	3,1	3,1	2,9	2,9	2,9
Real skuld	12,4	11,9	11,5	10,7	10,6	9,1

*Källa:* Riksgäldskontoret. Uppgifterna för 2001 är prognos.

Regeringen delar Riksgäldskontorets bedömning. Kostnadsbesparingarna av ytterligare förkortning av löptiden är förmodligen små. De ändrade riskegenskaper som följer av ambitionerna att långsiktigt reducera valutaskuldens andel och öka realskuldens andel är förmodligen marginella i närtid vilket ger utrymme för ytterligare analys och ställningstagande i kommande riktlinjebeslut. Det har därmed inte framkommit några starka skäl för att ändra riktlinjen för löptiden i den nominella skulden. Genomsnittlig duration bör även fortsättningsvis vara 2,7 år för 2002-2004. Detta bör dock inte hindra Riksgäldskontoret från att inför riktlinjebeslut för 2003 ånyo djupare analysera möjligheterna till en förkortning av löptiden.

I riktlinjerna för 2001 fann regeringen bl.a. att en sammanvägning av argumenten talade för att kontoret bör avstå från positionstagande i den operativa förvaltningen av kronskulden. Däremot fanns det ett visst utrymme för strategiska positioner baserade på bedömningar av den mer långsiktiga ränteutvecklingen. Sådana positioner tas genom att Riksgäldskontoret utnyttjar möjligheten att inom givet mandat avvika från det durationsmål som regeringen fastställer i riktlinjerna. Riksgäldskontoret har hittills valt att inte utnyttja möjligheten att ta strategiska positioner baserade på prognoser om den långsiktiga ränteutvecklingen. Regeringen finner att avvikelsetintervallet även för 2002 skall vara  $\pm 0,3$  år.

De gällande riktlinjerna anger att realupplåningen skall ha lång löptid. Detta tolkas som att huvuddelen av emissionerna skulle ha minst tio års löptid. Det är också på långa löptider som realobligationers riskegenskaper bäst tas tillvara. Riksgäldskontoret har dock noterat att den reala avkastningskurvan haft positiv lutning, dvs. de längsta reallånen har haft högre ränta än de kortare. Efterfrågan

på kortare löptider vid realemissioner har också noterats. Riksgäldskontoret föreslår därför att tolkningen av riktlinjen modifieras så att kontoret har större möjlighet att emittera lån med hänsyn till de aktuella räntevillkoren.

Regeringen delar Riksgäldskontorets uppfattning. Det är viktigt att kunna möta efterfrågan från marknadens aktörer och om möjligt öka likviditeten och vitaliteten i marknaden för realobligationer. Riktlinjen bör därför tolkas som att avse realobligationsemissioner med minst fem års löptid eller längre.

## Förfalloprofil

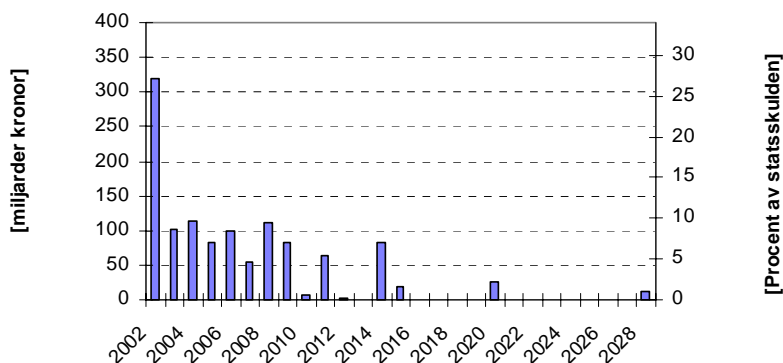
**Regeringens beslut:** Riksgäldskontoret skall eftersträva en spridd förfalloprofil i statsskulden. Upplåningen skall inriktas mot att inte mer är 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna.

Nuvarande riktlinje anger att Riksgäldskontoret skall inrikta upplåningen så att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste 12 månaderna. Samtidigt får högst 30 procent förfalla inom nämnda period.

Riksgäldskontoret föreslår att riktlinjen i nuvarande utformning slopas. I stället bör en jämn förfalloprofil eftersträvas. Kontoret skall i efterhand redovisa sin hantering av förfalloprofilen.

En viss duration kan uppnås på olika sätt. Riktlinjen för den genomsnittliga durationen i den nominella skulden på 2,7 år kan t.ex. uppnås genom att delar av skulden placeras på mycket korta löptider och resten på mycket långa löptider. Förfallen blir då koncentrerade i tiden och upplåningskostnaderna beroende av de just då rådande räntevillkoren. I diagrammet nedan redovisas hur stor del av statsskulden som beräknas förfalla respektive år med utgångspunkt i skuldens prognostiserade sammansättning vid utgången av 2001. År 2002 beräknas det belopp som förfaller uppgå till 320 miljarder kronor (ca 27 procent).

**Diagram 1. Statsskuldens prognostiserade förfalloprofil vid utgången av 2001 (miljarder kronor och i procent av statsskuden).**



Den nuvarande riktlinjen utgör ett komplement till riktvärdet för durationen och syftar till att begränsa refinansieringsriskerna i skuden. Dessa risker är dock inte direkt kopplade till lån med förfall inom tolv månader. Stora lånebehov koncentrerade i tiden kan utgöra risker även om andelen lån som förfaller inom tolv månader ligger avsevärt under restriktionen på 30 procent. Lånens fördelning över löptider bör i stället vara relativt jämn där koncentration till enskilda segment i möjligaste mån undvikas.

De riktlinjer som fastställs i riktlinjebesluten måste kunna motiveras utifrån det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Restriktioner som riskerar höja kostnaderna för förvaltningen utan att i realiteten styra riskerna skall tas bort. Nuvarande riktlinje avseende förfalloprofilen är inte i alla delar ändamålsenligt utformad. Regeringen ser inga skäl att behålla restriktionen på högst 30 procent förfall av skuden inom tolv månader. Däremot kan det finnas skäl att behålla nuvarande inriktning att inte mer än 25 procent av skuden bör ha en återstående löptid under tolv månader. Riktlinjen bör i den här delen inte utgöra ett hinder för kontorets strävan att undvika kostsamma åtgärder vid kortfristiga sväng-

---

ningar i förfalloprofilen. Exempelvis har kontoret självt angett att en framtida ambition är att begränsa andelen lån med återstående löptid under tolv månader till högst 25 procent. En konkret inriktningsriktlinje kan även tjäna som ett referensvärde i den årliga utvärderingen av förvaltningen av statsskulden.

I övrigt skall Riksgäldskontoret eftersträva en utspridd förfalloprofil statsskulden.

## 5 Utvärderingen av statsskuldens förvaltning 2002

**Regeringens beslut:** Riksgäldskontoret skall för 2002 fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. De interna riktlinjerna skall innehålla riktmärkesportföljer för de nominella skuldslagen och utvärderas såväl kvantitativt som kvalitativt. Den kvantitativa utvärderingen skall avse absoluta kostnader och, när så är möjligt, jämföras med regeringens riktlinjer, med beaktande av risk.

Utvärderingen av Riksgäldskontorets hantering av valutamandatet skall ske genom två stiliserade beräkningar där amorteringarna sker i jämn takt över året, den ena motsvarande riktmärket i riktlinjerna, den andra motsvarande kontorets beslut.

Riksgäldskontorets hantering av valutaväxlingarna utvärderas genom att kontoret lägger fast en relativt jämn fördelning av växlingarna över året. I efterhand skall eventuella avvikelser utvärderas genom att beräkna kostnadsskillnader mellan den resultatmässigt neutrala växlingsbanan och den faktiska banan.

Realskulden utvärderas främst kvalitativt. Därutöver skall den realiserade kostnadsskillnaden mellan upplåning i realränteobligationer och nominella statsobligationer redovisas.

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



## Bakgrund

Enligt lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning skall regeringen senast den 25 april varje år i en skrivelse till riksdagen utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen syftar dels till att ge möjlighet till en samlad bedömning av hur statsskuldskörelsen har bedrivits, dels till att ge vägledning i framtida beslut i statsskuldspolitiken. Regelbundet återkommande utvärderingar ger även incitament till en genomtänkt och effektiv skuldförvaltning. Utvärderingen av statsskuldspolitiken sker på flera nivåer. I skrivelsen till riksdagen utvärderas såväl Riksgäldskontorets upplåning och förvaltning av statsskulden som regeringens beslut om riktlinjer.

Målet för statsskuldspolitiken är av långsiktig karaktär och det är naturligt att utvärderingen sker i ett sådant tidsperspektiv att tillfälliga variationer i resultatet utjämnas. Regeringen har därför under de senaste åren tillämpat rullande femårsperioder i utvärderingen av förvaltningen. Utvärderingen av riktlinjebeslutet för 2002 kommer därmed att avse åren 1998–2002.

## Utvärdering av statsskuldens förvaltning 2002

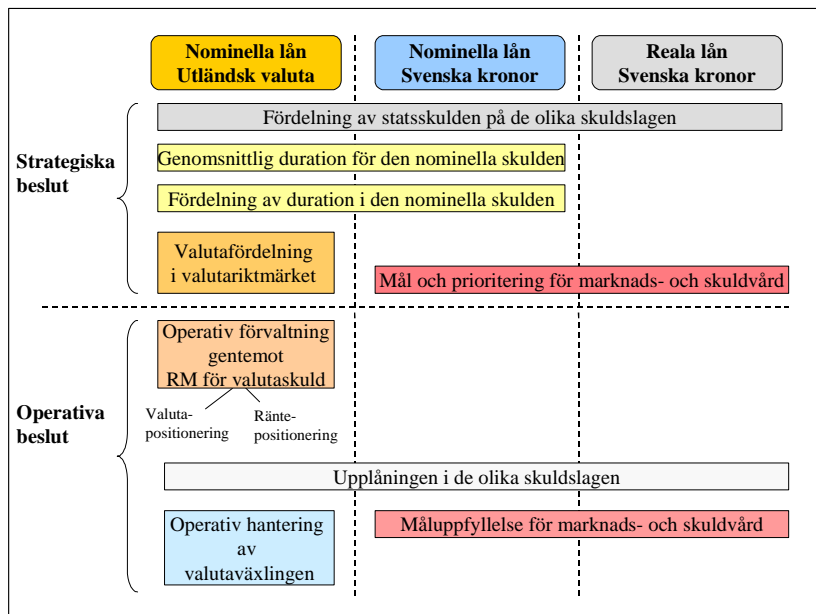
Utvärdering av regeringens riktlinjer för 2002 bör utgå från målet att långsiktigt minimera kostnaden för förvaltningen med beaktande av risk samt utformas på i princip samma sätt som anges i riktlinjerna för 2000 och 2001.

Utvärderingen av Riksgäldskontoret avser hanteringen inom ramen för de av regeringen beslutade övergripande riktlinjerna för statsskuldspolitiken. Riksgäldskontoret fastställer på basis av regeringens beslut mer konkreta riktlinjer för förvaltningen. I det följande delas Riksgäldskontorets beslut in i *strategiska* respektive *operativa* beslut. Strategiska beslut syftar till att uppnå målet för statsskuldspolitiken och skall utvärderas i förhållande till detta mål. Utvärderingen avser därmed de absoluta kostnaderna. Det bör noteras att kvantitativa utvärderingar inte alltid är meningsfulla.

Kvalitativa bedömningar måste alltid utgöra en viktig del i varje utvärdering.

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

**Figur 1: Schema för utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut.**



### Strategiska beslut

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

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

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

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

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

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

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

Beslut om fördelning av skulden mellan skuldslagen kan sannolikt inte på ett meningsfullt sätt utvärderas kvantitativt med kontrafaktiska beräkningar utöver det fall där en ändring av skuldslagens andelar primärt grundas på överväganden om kronkursens utveck-

ling. Det bör noteras att ökningstakten av realskulden skall vägas mot kostnader och risker i de övriga skuldslagen.

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

### **Operativ förvaltning**

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

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

Riksgäldskontoret anger i sitt förslag att ett sätt att utvärdera kontorets hantering av valutaväxlingarna är att kontorets styrelse lägger fast en relativt jämn kostnadsmässigt neutral växlingsfördelning över tiden. Styrelsen skall också lägga fast tillåtna avvikelseintervall för den operativa förvaltningen. Inom dessa ramar kan kontoret sedan variera växlingarna under perioder då det framstår som särskilt oförmånligt. I efterhand kan sedan eventuella avvikelser utvärderas genom att beräkna kostnadsskillnader mellan den resultatmässiga neutrala växlingsbanan och den faktiska banan. Regeringen delar Riksgäldskontorets uppfattning om hur utvärderingen av växlingarna bör göras.

Riksgäldskontoret bedömer att det är olämpligt att strikt koppla realupplåningen och utvärderingen av denna till Riksbankens inflationsmål på två procent. Kontoret bör i stället löpande bedöma när reallån ges ut och i vilka volymer samt i sin rapportering redogöra för bakomliggande bedömningar för besluten. Utvärderingen

blir därmed främst kvalitativ och på ex ante-basis. Därutöver bör den realiserade kostnadsskillnaden, liksom hittills, redovisas. Det innebär att en kostnadsjämförelse mellan upplåning i realränteobligationer och upplåning i nominella statsobligationer avseende perioden 1998-2002 skall redovisas.

Regeringen delar Riksgäldskontorets uppfattning. Det kvantitativa måttet för utvärdering av realskulden avspeglar inte korrekt målet för skuldförvaltningen eftersom risken inte beaktas. Det är nödvändigt att arbeta med fler dimensioner i utvärderingskriterierna för realskulden.

Regeringen ställde sig i förra årets riktlinjer bakom att den nominella respektive reala kronförvaltningen utvärderas främst i kvalitativa termer och avse den skuld- och marknadsvård som kontoret bedriver i syfte att uppnå lägsta möjliga absoluta räntekostnad (genomsnittlig emissionsränta). Vidare efterlystes en precisering av begreppen skuld- och marknadsvård, både vad gäller omfattning och förväntade effekter av olika åtgärder.

Regeringen vill även i år betona vikten av att utveckla kvantitativa utvärderingsmetoder i syfte att få indikatorer på hur statens finansieringskostnader påverkas av kontorets åtgärder. Även om utvärderingen i huvudsak kan förväntas vara kvalitativ bör strävan vara att öka de kvantitativa inslagen i utvärderingen. Det bör också understrykas vikten av att inför ett nytt verksamhetsår tydliga operativa delmål för skuld- och marknadsvården ställs upp. Det finns även ett värde av att, där så är lämpligt och möjligt, engagera externa konsulter i utvärderingen av skuldförvaltningen. På så sätt erhålls ytterligare referenspunkter och kvalitetssäkring. Detta gäller inte minst för den samlade utvärderingen som lämnas till riksdagen i april varje år.

Riksgäldskontoret bör, såsom i utvärderingen avseende 2000, redovisa hur det operativa durationsintervallet kring kron- och valutaskulden utnyttjats, rapportera avvikelser från detta intervall och redovisa orsakerna.

## 6 Tekniskt appendix: Definitioner av centrala begrepp

### **Valutaupplåningen**

Det valutaupplåningsmandat som föreskrivs av riktlinjerna för statsskuldförvaltningen är definierat i flödestermier. En amortering av valutaskulden utgörs av nettot av förfall och upplåning av lån respektive derivatinstrument, värderade till de valutakurser som gäller på transaktionsdagen.

Detta innebär att samtliga flöden i utländsk valuta räknas in i valutamandatet; exempelvis ingår för swappar mellan kronor och utländsk valuta swappens valutaben i valutamandatet, medan kronbenet ingår i kronskulden. Orealiserade omvärderingar av skulden med avseende på valutakurser räknas inte in i den amortering av valutaskulden som riktlinjerna föreskriver. Detta innebär att en amortering i termer av valutamandatet ex post inte överensstämmer med den förändring som kan uppmätas i den utestående skuldens värde under motsvarande period, eftersom den utestående skulden också innefattar realiserade valutakursomvärderingar.

### **Skuldbytesavtal (kron/valutaswappar)**

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

Denna form av valutaupplåning kan sägas bestå av två delar. Den ena delen innebär att upplåning i kronor genom ordinarie obligationsemissioner genomförs, dvs. Riksgäldskontoret får en

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

### **Duration**

Duration används för att mäta skuldens varaktighet. Måttet beräknar skuldens genomsnittliga återstående löptid genom att väga tiden till varje kassaflöde (kuponger och förfall) med det nuvärdesberäknade kassaflödets storlek. Eftersom nuvärdena av framtida kassaflöden beror på räntenivån är alltså durationen beroende av räntenivån. Det finns ett par olika definitioner av duration. Riksgäldskontorets målduration är uttryckt i Macauley duration, vilket innebär att man använder obligationens yield-to-maturity för att beräkna nuvärdet av de framtida kassaflödena. Macauley duration uttrycks vanligen i år.

### **Förfalloprofil**

Förfalloprofilen definieras i termer av hur stor andel av den utestående stocken som från mättidpunkten sett har löptider inom de föreskrivna löptidssegmenten. I praktiken mäts förfalloprofilen vid respektive månads slut. Avistastocken, som uppvisar nivåer som under enskilda månader från dag till dag kan röra sig från underskott på 35–40 miljarder kronor till överskott på samma nivåer, beräknas ex ante ligga på en genomsnittlig nivå om ett underskott på 15 miljarder kr. Avistastocken förändras dock på ett förutsägbart sätt under månaderna, vilket innebär att det är känt vilka ungefärliga nivåer som förfallen inom tolv månader når de dagar då

avistaunderskotten är som störst. För kort upplåning (huvudsakligen dagslån samt statsskuldväxlar med en löptid som understiger tolv månader), som refinansieras under året tas bara de volymer som finns utestående vid respektive mättpunkt med.

Förfalloprofilen ger således en ögonblicksbild av den sammanlagda utestående volym som kommer att förfalla inom tolv månader sett från en viss dag. Nettoförfall av derivatinstrument har i beräkningarna skattats till noll. Nettovärden uppstår endast till följd av växelkursförändringar, och eftersom de kurser som kommer att råda vid förfallotidpunkterna inte är kända i förväg, är noll en rimlig prognos.