

Bilaga

Innehåll

1	Sammanfattning	3
2	Inledning	5
3	Utgångspunkter för regeringens riktlinjer	6
	3.1 Statsskuldens sammansättning	6
	3.2 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet	10
4	Riktlinjebeslut för statsskuldförvaltningen 2003	18
	4.1 Valutaskuld	18
	4.2 Real kronskuld.....	21
	4.3 Nominell kronskuld.....	22
	4.4 Löptid	23
	4.5 Förfalloprofil	25
5	Utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning.....	28
6	Tekniskt appendix: Definitioner av centrala begrepp.....	36

1 Sammanfattning

Riktlinjerna för statsskuldsförvaltningen har ett flerårigt tidsperspektiv så att förutsättningar skapas för långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken. Årets beslut omfattar 2003–2005. Riktlinjerna för 2004 och 2005 är preliminära och kan komma att ändras.

Riktvärdet för amorteringarna på valutaskulden är 25 miljarder kronor 2003 med möjlighet för Riksgäldskontoret att avvika med ± 15 miljarder kronor. Kontoret skall även fortsättningsvis väga in kostnader och risk i strategiska beslut om amorteringstakten. Där emot skall valutaskuldens andel inte vägas in i sådana beslut dvs. i vilken utsträckning kontoret tidigare avstått från att amortera på valutaskulden i förhållande till riktvärdet, t.ex. av kronhänsyn.

Den långsiktiga inriktningen är att valutaskuldens andel av statsskulden skall reduceras och andelen kronskuld ökas. För 2004–2005 är inriktningen att valutaskulden skall amorteras med 25 miljarder kronor per år. Vid givna antaganden om utvecklingen av lånebehovet och kronkursen beräknas valutaskuldens andel falla från ca 33 procent av statsskulden 2002 till ca 27 procent vid utgången av 2004.

Valutamandatet, dvs. riktvärdet för återbetalning av valutaskulden, omdefinieras och skall omfatta de transaktioner som påverkar statens valutaexponering. Förändringen föranleds av att Riksgäldskontoret från och med den 1 juli 2002 tillåts växla mellan kronor och utländsk valuta även med andra motparter än Riksbanken.

Riktlinjen för realskulden behålls oförändrad vilket innebär att andelen reallån i statsskulden långsiktigt skall öka. Ökningstakten ska vägas mot efterfrågan på realobligationer samt kostnader och risker för annan upplåning. Real upplåning skall ske i långa löpti-

der. Tolkningen av löptidsriktlinjen ger utrymme för att emittera reallån på fem år eller längre.

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

Riktvärdet för den genomsnittliga durationen i den nominella kron- och valutaskulden 2003–2005 skall, liksom i år, vara 2,7 år. Riksgäldskontoret får vid fastställandet av riktmärkesportföljer för de nominella skudslagen 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 beslutade 1998 om en ny målformulering och beslutsstruktur för statsskuldspolitiken (prop. 1997/98:154, bet. 1997/98:FiU29, rskr. 97/98:253). I lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning fastställs att statens skuld skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därtill skall förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

I lagen anges även att regeringen senast den 15 november varje år skall fatta beslut om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden för kommande år. Beslutet fattas efter det att kontoret lämnat förslag till riktlinjer och Riksbanken getts möjlighet att yttra sig över förslaget. Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer inkom den 2 oktober 2002. Riksbankens yttrande inkom den 28 oktober 2002.

Efter genomfört förvaltningsår skall regeringen senast den 25 april lämna en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning till riksdagen. Utvärderingen har efterhand kommit att avse den samlade statsskuldspolitiken vilket innebär att såväl regeringens riktlinjebeslut som Riksgäldskontorets verksamhet behandlas.

3 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer¹

3.1 Statsskuldens sammansättning

Målet för statsskuldspolitiken är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Beslut om riktlinjer för skuldförvaltningen innebär således en avvägning mellan den totala skuldkostnad som kan förväntas och den samlade risk som staten är villig att ta på sig. Inte minst är det viktigt att beakta samspelet mellan olika risker i skulden eftersom den totala risken inte utgörs av summan av riskerna i de olika delportföljerna.

Riktlinjebesluten måste därför utformas så att statsskulden sammanlagt får de egenskaper som eftersträvas i förhållande till målet för skuldpolitiken. De egenskaper som är styrande är främst fördelningen mellan de tre skuldslagen nominell kronupplåning, real kronupplåning och upplåning i utländsk valuta samt valet av löptid och förfalloprofil i respektive skuldslag. Tillsammans med den totala storleken på statsskulden är dessa faktorer avgörande för vilken total kostnad och samlad risk som kan förväntas i skuldförvaltningen.

Statsskulden uppgick vid utgången av 2001 till 1 157 miljarder kronor (ca 53 procent av BNP)². Statsskulden minskade därmed

¹ Avsnitt 6 Teknisk appendix ger en mer utförlig förklaring av vissa centrala begrepp, bl.a. av valutaupplåning och skuldskötselåtgärder.

med drygt 123 miljarder kronor från 2000. Minskningen förklaras främst av överföringar av obligationer från AP-fonderna (69 miljarder kronor) och Riksbanken (19 miljarder kronor). Även statsbudgetens överskott (39 miljarder kronor) och Riksgäldskontorets överskottslikviditet över årsskiftet 2001/2002 (10 miljarder kronor)³ bidrog. I motsatt riktning verkade valutaskuldens värde som, trots amorteringar på 15 miljarder kronor 2001, steg med 12 miljarder kronor. Utvecklingen förklaras av försvagningen av kronan under 2001.

Regeringens riktlinjebeslut avser hela den skuld som Riksgäldskontoret emitterar, dvs. även de skuldförbindelser som innehas av andra statliga myndigheter. Beslutet i de delar som berör skuldens sammansättning kräver dessutom att valutaexponerad upplåning redovisas på ett rättvisande sätt. Detta medför att även de skuldskötselåtgärder som vidtas i valutaupplåningen måste beaktas. Riksgäldskontoret har av kostnadsskäl valt att ta upp lån i svenska kronor och genom skuldbytesavtal (kron/valutaswappar) omvandla lånen till skuld i utländsk valuta. Under de senaste åren har detta varit den dominerande tekniken att skapa valutaskuld. Skuldskötselinstrumenten svarar i dag för nära hälften av den utländska skuldens värde.

² Avser den okonsoliderade statsskulden dvs. den officiella skuld som förvaltas och redovisas av Riksgäldskontoret. I budgetproposition och årsredovisning för staten redovisas huvudsakligen ett konsoliderat skuldmått där statliga myndigheters innehav av statspapper eliminerats.

³ Placering av medel som influtit till följd av oväntat stora skatteinbetalningar sent i december 2001.

Tabell 1. Statsskuldens sammansättning inkl. skuldskötselåtgärder vid utgången av respektive år 1998-2001 samt prognos för 2002 (miljarder kronor).

	1998	1999	2000	2001	2002
Nominell skuld i kronor	920	874	801	676	651
<i>Andel, procent</i>	62,4	63,6	61,8	57,5	55,8
Realräntelån	94	97	102	95	135
<i>Andel, procent</i>	6,4	7,1	7,9	8,1	11,6
Skuld utländsk valuta	459	402	393	404	380
<i>Andel, procent</i>	31,2	29,3	30,3	34,4	32,6
Statsskuld inkl. skuldskötsel	1 473	1 373	1 296	1 176	1 166
Statsskuld exkl. skuldskötsel	1 449	1 374	1 281	1 157	1 155

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm: Skuld i utländsk valuta är omvärderad till valutakurser vid respektive årsslut. Omvärderingen per den 31 december 2002 bygger på de stoppkurser per den 17 oktober 2002 som Riksgäldskontoret använde i sin senaste skuldprognos.

Nominella lån utgör traditionellt statens viktigaste finansieringskälla. Merparten av upplåningen 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 hushållen som främst sker via premieobligationer och riksgäldsspar. Ett nytt inslag är riksgäldsspar utan tidsgräns som på kort tid genererat inlåning i storleksordningen 6–7 miljarder kronor. Andelen nominella lån har minskat sedan mitten av 1990-talet och beräknas uppgå till ca 56 procent vid utgången av 2002.

Reallån erbjuder investerare en möjlighet att säkra sig mot inflationsrisker och staten att diversifiera sin kronupplåning på den svenska statspappersmarknaden. Den samlade risken i statsskulden kan därmed minskas. Realränteobligationer har sedan emissionsstarten 1994 stadigt ökat sin andel av statsskulden. Årsskiftet 2001/2002 uppgick andelen till drygt 8 procent. Den 1 juli 2002 omvandlades några myndigheters⁴ kontoplaceringar i Riksgäldskontoret till statsobligationer enligt beslut av riksdag och regering. Den utestående realobligationsstocken ökade därmed med ca

⁴ De myndigheter som berördes var Insättningsgarantinämnden (IGN), Kärnavfallsfonden (KAF) och Premiepensionsmyndigheten (PPM).

32 miljarder kronor. Vid utgången av 2002 beräknas realräntelånen uppgå till ca 12 procent av statsskulden.

Andelen upplåning i utländsk valuta ökade snabbt i början av 1990-talet från 10 procent till 29 procent av statsskulden budgetåret 1994/95. Därefter har andelen varit relativt stabil runt 30 procent. Under 2001 steg dock andelen kraftigt till drygt 34 procent av statsskulden, främst beroende på en kraftig minskning av skuldens totala storlek och, som en följd av den svenska kronans svaga utveckling under året, en ökning i valutaskuldens värde. Den svaga kronan innebar även att amorteringarna på valutaskulden av kostnadsskäl reducerades för att helt upphöra 2002. Valutaskuldens andel beräknas uppgå till ca 33 procent av statsskulden vid utgången av 2002.

3.2 Utgångspunkter för riktlinjebeslutet

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

Valutamandatet, dvs. riktvärdet för återbetalning av valutaskulden, skall omfatta de transaktioner som påverkar statens valutaexponering.

Riktlinjerna för statsskuldspolitiken skall ha treårigt perspektiv så att förutsättningar skapas för framförhållning. För 2004 och 2005 är riktlinjerna preliminära och kan komma att ändras vid kommande beslutstillfällen.

Konsekvenserna av ett framtida medlemskap i valutaunionen (EMU) har inte beaktats i riktlinjebeslutet.

Centrala ställningstaganden i riktlinjebesluten

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

Tidsperspektiv och framförhållning

Målet för statsskuldförvaltningen är formulerat i övergripande och långsiktiga termer. Detta innebär att de långsiktiga perspektiven står i fokus och att riktlinjerna bör ange en strategisk och flerårig inriktning. Dessutom kräver de mest centrala ställningstagan-

dena, t.ex. om utvecklingen av sammansättningen av statsskulden och de strategiska mandaten för löptiden och valutaamorteringarna, att riktlinjerna utformas med långsiktighet och framförhållning, eftersom det tar tid att påtagligt påverka skuldens sammansättning och egenskaper. De senaste åren har därför riktlinjerna anlagt ett treårigt tidsperspektiv bl.a. eftersom det funnits naturligt att perspektivet i riktlinjerna sammanfaller med tidshorisonten för utgiftstaken i statens budget.

I budgetpropositionen för 2003 ansåg sig regeringen sakna möjlighet att ta ställning till utgiftstak och saldomål för 2005. Därmed saknas också prognoser för 2005, t.ex. om lånebehov och statsskuld, som brukar utgöra ett av underlagen inför beslut om riktlinjer. Detta bör dock inte vara alltför problematiskt ur ett statsskuldspolitiskt perspektiv. Riktlinjerna för de sista två åren i tidsperspektivet är preliminära och ett uttryck för regeringens strategiska inriktning i skuldförvaltningen. Denna inriktning prövas regelbundet i samband med de årliga riktlinjebesluten. Det finns inget som hindrar att en långsiktig strategi omprövas i ljuset av nya omständigheter, exempelvis gällande utvecklingen i statsfinanserna eller ett eventuellt inträde i valutaunionen. Utrymme finns därmed för att justera riktlinjerna om så skulle vara lämpligt. De finns även möjlighet att ändra redan beslutade riktlinjer om grunderna för beslutet på ett avgörande sätt skulle förändras. Sådana ändringar skall dock inte ske opåkallat.

Regeringen anser att fördelarna med att ange en långsiktig inriktning för statsskuldspolitiken överväger. Regeringen väljer därmed att bortse från att beslutet för det sista året i tidsperspektivet vilar på en något svagare grund än tidigare år. Årets riktlinjebeslut blir, som brukligt, treårigt och avser åren 2003 och preliminärt 2004–05.

Kostnader och risk i statsskuldförvaltningen

Målet för statsskuldförvaltningen anger att kostnaden för skulden långsiktigt bör minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Riktlinjebeslut om vilken sammansättning och löptid som

skulden bör ha innebär därmed en avvägning mellan förväntade kostnader och risk i förvaltningen. I riktlinjerna för 2000 angav regeringen att kostnaderna i skuldförvaltningen i långsiktig analys och utvärdering bör mätas i termer av genomsnittlig emissionsränta⁵. Anledningen är främst skuldens långsiktiga karaktär och att upplåningen normalt sker med en stor andel lån som förblir utestående till förfall. Det överordnade riskmålet bör därmed uttryckas som risken för variationer i detta kostnadsmått dvs. genomsnittlig emissionsränterisk. Andra, underordnande, risker är den finansiella sparanderisken och marknadsvärdesrisken. De nämnda riskmåten är nominella till sin karaktär.

Regeringen har därefter konstaterat att risken i förvaltningen i princip bör anges som statsskuldförvaltningens bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. Detta, mer reala, synsätt hämtar sin inspiration från en ALM-ansats⁶ där grundidén är att finansiella risker kan minimeras genom att statsskuldens egenskaper matchas mot statens tillgångar. En skuldförvaltning som typiskt sett har låga kostnader då statsfinanserna är svaga (t.ex. till följd av en lågkonjunktur) betraktas i ALM-ansatsen som mindre riskfylld än en portfölj där det omvända gäller. Ur statsskuldspolitik synvinkel kan därmed staten reducera risken i förvaltningen genom att söka konstruera en skuldförvaltning vars räntekostnader samverkar med överskottet i statens budget (exklusive skuldräntor).

Regeringen anser att ALM-ansatsen har klara förtjänster som en konceptuell analysram av statens finanser och skuldförvaltning, men att den behöver vidareutvecklas för att bli operativt användbar. Tills vidare bör därför både ALM-inspirerade och nominella riskmål användas.

⁵ Måttet definieras som ett vägt genomsnitt av emissionsräntorna i skuldförvaltningen. Vikterna utgörs av respektive värdepappers nominella belopp i förhållande till den totala skulden. Emissionsräntorna är de räntor till vilka respektive värdepapper emitterades. Måttet anger således kostnaderna i form av en procentuell räntenivå.

⁶ I konventionell finansiell riskanalys (Asset and Liability Management, ALM) kan risker minimeras genom att skuldernas egenskaper matchas mot tillgångarna. Principerna är ursprungligen utvecklade för finansiella företag.

Statsskuldens långsiktiga sammansättning och EMU

I riktlinjerna för 2001 tog regeringen ställning till den strategiska inriktningen av statsskuldens sammansättning. Den rörelseriktning som angavs innebär att valutaskuldens andel av statsskulden långsiktigt bör minska och andelen reallån öka.

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

Beslutet att långsiktigt reducera valutaskuldens andel baserades på att skälen för valutaupplåning försvagats samtidigt som riskerna tydliggjorts. De riskpremier som under 1990-talet fördyrat den inhemska upplåningen har successivt minskat vilket gjort det svårt att av kostnadsskäl motivera en stor utlandsskuld. Samtidigt har valutaskulden funnits vara relativt mer riskfylld än kronupplåning eftersom kronans växelkurs direkt påverkar statens räntekostnader och värdet på valutaskulden. Till detta kan läggas matchnings- och ALM-argument, eftersom ökade valutaskuldräntor riskerar sammanfalla med ökade budgetunderskott i tider då statsfinanserna av konjunkturskäl kan antas vara svaga. En stor valutaskuld riskerar därmed att förstärka svängningarna i statsfinanserna.

Slutsatsen och bedömningarna om i vilken riktning skuldsammansättningen skall utvecklas kvarstår. Utvecklingen under 2001 och delar av 2002 har dessutom ytterligare understrukt och illustrerat den risk som en stor andel valutaskuld innebär för statens finanser och statsskuld. Samtidigt är det värt att påpeka att det inte finns underlag för att fastställa en optimal sammansättning av statsskulden i termer av andelar för de olika skuldslagen.

Det bör även noteras att konsekvenserna av ett framtida medlemskap i valutaunionen (EMU) inte har beaktats i riktlinjebesluten för skuldförvaltningen. Ett medlemskap innebär en drastisk

reducering av andelen valutaskuld, från 400 miljarder kronor (ca 34 procent av statsskulden) till ca 155 miljarder kronor (ca 14 procent av statsskulden) givet nuvarande fördelning i valutariktmarknaden. Beslut om inträde i EMU:s tredje steg utgör med stor sannolikhet grund för att se över riktlinjen för valutaupplåningen. Även andra riktlinjer kan tänkas beröras. Regeringen har i den delen samma uppfattning som Riksgäldskontoret och Riksbanken.

Utnyttjande av flexibiliteten i valutamandatet

Riksgäldskontoret har sedan tidigare mandat att avvika från riktvärdet för amorteringstakten i valutaskulden. För innevarande år innebär detta att kontoret kan avvika med ± 15 miljarder kronor från amorteringsriktvärdet på 15 miljarder kronor. Flexibiliteten kan tas i anspråk bl.a. för att fördela svängningar i lånebehovet mellan kron- och valutamarknaden, om lånevillkoren på den svenska kronmarknaden skulle försämrats kraftigt eller för att över tiden jämna ut amorteringarna till följd av framtida stora lånebehovsförändringar. Dessutom förtydligade regeringen i riktlinjerna för 2001 möjligheten för Riksgäldskontoret att väga in kronans värde i beslut om hur amorteringsintervallet skall 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 vara en långsiktigt motiverad nivå.

I årets riktlinjeförslag anför Riksgäldskontoret att kontoret även bör kunna väga in valutaskuldens andel av statsskulden vid beslut om hur flexibiliteten skall utnyttjas, dvs. i vilken utsträckning valutaamorteringar skjutits upp under tidigare perioder t.ex. på grund av valutatro. Kontoret skulle därvid kunna välja att tillfälligt amortera mer än valutariktvärdet även i lägen då kronan inte uppfattas som övervärderad. Syftet skulle vara att fullfölja intentionerna att långsiktigt minska valutaandelen och därmed risken i statsskulden.

Riksbanken anför i sitt remissvar att det är svårt att se några omedelbara fördelar med att låta tidigare uteblivna amorteringar påverka skuldförvaltningen under året. Riksgäldskontorets förslag

riskerar snarare att öka otydligheten kring vilka skäl som ligger bakom beslut om amorteringstakt i valutaskulden. Däremot kan det finnas skäl att väga in valutaskuldens andel i riktlinjebeslut om den medelfristiga amorteringstakten. Uteblivna eller kraftigt neddragna amorteringar under tidigare perioder ökar behovet av en relativt hög ambition i den medelfristiga amorteringstakten. I övrigt upprepar Riksbanken att avvikelser från riktvärdet endast bör ske med hänsyn till förändringar i statens lånebehov.

Regeringens ambition har sedan riktlinjebeslutet för 2001 varit att valutaskuldens andel av den totala statsskulden långsiktigt skall reduceras. Däri råder ingen skillnad i åsikt mellan Riksbanken, Riksgäldskontoret och regeringen. Den verkliga skuldutvecklingen har, trots amorteringar på 15 miljarder kronor 2001, medfört att valutaandelen stigit från ca 30 procent åren före 2001 till ca 33 procent av statsskulden i dag. Utvecklingen förklaras till del av att den svenska kronan försvagats under perioden. Avvikelsen från fastställda riktvärden (dvs. uppskjuten valutaamortering) för 2001 och 2002 uppgår sammantaget till 25 miljarder kronor. Allt annat lika innebär detta att valutaskulden är relativt större än avsett och därmed en relativt större risk i det fall kronan skulle försvagas kraftigt. Så långt delar regeringen Riksgäldskontorets oro för effekterna av att valutaamorteringar skjuts på framtiden.

Regeringen är dock tveksam till en alltför långtgående delegering av möjligheterna att utnyttja flexibiliteten inom valutamandatet. Förslaget innebär ett nytt element i mandatet och ökade frihetsgrader för Riksgäldskontoret att utnyttja amorteringsintervallet. I praktiken skulle amorteringarnas storlek inom ramen för givna riktlinjer kunna variera betydligt mer än vad som är möjligt i dag. En nackdel är att amorteringsriktvärdets funktion riskerar att försvagas, både ur styrnings- och utvärderingshänseende. En annan risk är, som även Riksbanken anför, att tydligheten gentemot aktörerna på marknaden minskar.

Regeringens slutsats är att nuvarande delegeringsgrad är väl avvägd och att Riksgäldskontoret inte skall väga in valutaskuldens andel av statsskulden i överväganden om hur valutamandatet utnyttjas.

Ny definition av valutamandatet

I riktlinjerna för 2002 beslutade regeringen att Riksgäldskontoret fr.o.m. den 1 juli 2002 har möjlighet att valutaväxla i marknaden istället för som tidigare enbart med Riksbanken. Förändringen har aktualiserat en översyn av principerna för valutamandatet dvs. det riktvärde för nettoupplåning i utländsk valuta som anges i regeringens riktlinjer. Riksgäldskontoret har därför valt att behandla frågan i sitt förslag till riktlinjer. I analysen av hur valutamandatet framdeles bör utformas har kontoret anlagt en bred statsskuldspolitisk ansats.

Nuvarande definition av valutamandatet är flödesbaserat och utgår ifrån hur valutaupplåningen i statsskulden påverkar valutareserven i Riksbanken. Ett alternativt mått skulle vara att anlägga ett mer traditionellt portföljvals-perspektiv där riktlinjerna i varje tidsperiod uttrycker hur skulden skall vara fördelad mellan de olika skuldslagen och vilket mandat Riksgäldskontoret har att avvika från de angivna andelarna. Riktlinjerna skulle då ange en flerårig bana utefter vilken valutaskulden ska utvecklas. Enligt kontoret har en sådan andelsstyrning flera fördelar dels som ett enkelt och rättframt styrsystem, dels genom att säkerställa ambitionen att långsiktigt reducera valutaskuldens andel (och därmed risken) av statsskulden. Nackdelen är å andra sidan att styrningen riskerar framtvunga amorteringar då kronan är svag (dvs. då det är relativt dyrt att betala av på valutaskulden) och vice versa. Riksgäldskontoret konstaterar därför att andelsstyrning svårligen låter sig förenas med målet om kostnadsminimering i hanteringen av valutaskulden. Dessutom bidrar ambitionen att ta strategisk kronhänsyn i valutamandatet till att ytterligare fjärma styrsystemet från ett andelsmässig synsätt. Risken är också att ett andelstänkande i alltför hög grad fokuserar på valutaskuldens andel av statsskulden och därmed missar betydelsen av statsskuldens storlek i termer av BNP.

Vid en sammanvägd bedömning anser Riksgäldskontoret att valutamandatet även fortsättningsvis bör definieras i transaktions-termer. Definitionen bör dock ändras så att alla transaktioner som påverkar statens valutaexponering omfattas i stället för som tidiga-

re Riksbankens valutareserv. Valutamandatet omfattar därmed samma transaktioner som tidigare (dvs. lån- och derivattransaktioner samt realiserade kursvinster och -förluster) med den skillnaden att valutaterminer påverkar mandatet vid affärstillfället istället för på förfallodagen.

I riktlinjebesluten har gradvis ett ökat andelstänkande utvecklats, främst i riktlinjerna för valuta- och realskulden. Samtidigt har regeringen, bl.a. på basis av de argument som Riksgäldskontoret anför, konstaterat att det inte ännu är meningsfullt att utforma riktlinjerna i termer av skuldandelar. Till detta bör även argumentet om relationen statsskuld-BNP läggas. En skuld som närmar sig 50 procent av BNP utgör rimligen ett mindre hot mot statens finanser än en skuld som, liksom i mitten av 1990-talet, utgör över 80 procent av BNP (vid given andel valutaskuld). Riktlinjerna bör därför inte formuleras i termer av valutaandelar. Valutamandat och amorteringarna på valutaskulden bör även framdeles anges i flödestermerna.

Den definition av valutamandatet som Riksgäldskontoret föreslår förefaller rimlig och logisk. Ett annat attraktivt drag i förslaget är att det inte föranleder någon justering av riktvärdet för valutaamorteringarna, vare sig i år eller framöver.

4 Riktlinjebeslut för statsskuldsförvaltningen 2003

4.1 Valutaskuld

Regeringens beslut: Skulden i utländsk valuta skall amorteras med 25 miljarder kronor 2003. Inriktningen för 2004 och 2005 är att amorteringstakten skall uppgå till 25 miljarder kronor per år.

Riksgäldskontoret får avvika från den angivna amorteringstakten med ± 15 miljarder kronor.

Riksgäldskontorets förslag: Andelen valutaskuld bör långsiktigt minska. Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2003 föreslås vara 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör få avvika från den angivna takten med ± 15 miljarder kronor. Inriktningen för amorteringen av valutaskulden 2004 och 2005 bör vara 25 miljarder kronor.

Riksbankens yttrande: Riksbanken delar Riksgäldskontorets bedömning och anser att argumenten förstärks av kontorets val att avstå från amorteringar under 2002.

Skälen för regeringens beslut: Regeringen anser liksom tidigare att riktlinjebeslut bör baseras på långsiktiga och strategiska överväganden om kostnader och risk i statsskuldsförvaltningen. Den långsiktiga inriktningen av valutaamorteringarna bör därmed grundas på vad som anses vara en ändamålsenlig sammansättning av statsskulden. Rådande växelkurser och valutakursprognoser bör inte vara en del av analysen givet att kronkursen inte påtagligt

avviker från vad som kan uppfattas som en långsiktigt motiverad nivå. Därtill kan kronans kurs och utsikterna för denna alltför snabbt ändras. Istället är det Riksgäldskontoret som, baserat på en strategisk syn på kronkursens utveckling, har ansvaret att anpassa amorteringstakten inom givet valutamandat.

Normalt fattas riktlinjebeslut endast en gång om året och beslutet har ett flerårigt perspektiv. Detta utesluter dock inte att regeringen i extrema situationer, t.ex. vid stora ändringar i lånebehovet eller kraftiga svängningar i kronkursen, tvingas justera riktlinjerna under pågående verksamhetsår. Även ett beslut om svenskt inträde i valutaunionen kan motivera ändringar av gällande riktlinjer. Sådana ändringar bör inte ske opåkallat.

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Reg. riktlinjer, valutaupplån., netto	-25	-25	-25	-35 ¹	-15	-25	-25	-25
Faktisk valutaupplåning, netto	-26	-25	-27	-15	-	-	-	-
Valutaskuldens Andel, procent	31%	29%	30%	34%	p33%	-	-	-
Statens Lånebehov ²	-10	-82	-102	-39	-8,5	13	22	-
Statsskuldens Förändring ^{2,3}	17	-75	-94	-124	10	1	22	-
Statsskuldens Storlek ³	1 449	1 374	1 281	1 157	1 167	1 168	1 191	-
Statsskulden procent av BNP ³	77%	70%	61%	53%	52%	49%	48%	-
TCW – budgetprop. 2003, slutkurser	123	125	125	137	131	127	127	-

Källa: Finansdepartementet. Prognoserna för 2002–2004 har hämtats ur budgetprop. för 2003.

¹ I juli 2001 sänkte regeringen amorteringstakten på valutaskulden till 25 mdkr.

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

³ Med statsskuld avses den okonsoliderade skulden som förvaltas och redovisas av kontoret.

I fjolårets riktlinjebeslut angav regeringen den långsiktiga amorteringstakten till 25 miljarder kronor för åren 2003–04. Beslutet innebar en sänkning av amorteringstakten eftersom de statsfinansiella utsikterna och skuldutvecklingen inte längre framstod som lika förmånliga som tidigare. För 2002 begränsades riktvärdet för valutaamorteringen av kostnadsskäl till 15 miljarder kronor⁷. Dessa amorteringar beräknades, vid givna prognoser, få valutaskuldens andel att falla till ca 27 procent vid utgången av 2004.

Vid fastställande av riktvärde för 2003 bör utgångspunkten vara den långsiktiga amorteringsinriktning som regeringen tidigare angett. Det preliminära riktvärdet får sedan kvalificeras utifrån om bakomliggande analys eller förutsättningar i andra avseenden har förändrats. De statsfinansiella utsikterna och bedömningen av lånebehovsutvecklingen har försämrats något jämfört med för ett år sedan, men utgör inget tungt vägande skäl att frångå den långsiktiga inriktning som angetts. Den bedömda utvecklingen av kronan under nästa år utgör heller inga skäl för att avvika. Den svenska kronan har stärkts under 2002 och bedöms stärkas ytterligare något under 2003. Riktvärdet för 2003 kan därmed fastställas till 25 miljarder kronor.

Regeringen anser att analysen av den långsiktiga inriktningen fortfarande gäller. Valutaskuldens andel av statsskulden bör reduceras och amorteringstakten väljas så att bestämda steg tas i den riktningen. De bedömningar om de offentliga finanserna som finns tillgängliga stöder även att den långsiktiga inriktningen behålls oförändrad. Amorteringstakten fastställs därmed till 25 miljarder kronor 2004. Samma bedömning gäller för 2005 (se även avsnitt 3.2 om Tidsperspektiv och framförhållning). Vid givna prognoser för lånebehov och kronkursens utveckling som redovisas i budgetproposition för 2003 beräknas valutaskuldens andel av statsskulden falla till ca 27 procent 2004, detta trots att inga amorteringar genomförts i år.

⁷ Av samma skäl har Riksgäldskontoret valt att utnyttja flexibiliteten runt valutariktvärdet och i princip avstå från amorteringar på valutaskulden under 2002.

Regeringen anser att intervallet runt amorteringsriktvärdet även fortsättningsvis skall uppgå till ± 15 miljarder kronor. Mandatet utgör en lämplig avvägning mellan styrning och flexibilitet givet ställningstagandet att Riksgäldskontoret inte skall väga in valuta-skuldens andel av statsskulden i beslut om hur valutamandatet utnyttjas (se även avsnitt 3.2 om Utnyttjande av flexibiliteten i valutamandatet).

4.2 Real kronskuld

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

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

Skälen för regeringens beslut: Regeringen ställde sig i fjolårets riktlinjebeslut bakom Riksgäldskontorets fördjupade analys av den reala upplåningen och de bedömningar och slutsatser som där framkom. Analysen innebar en fördjupning och utveckling av argumenten för en ökad andel realskuld i statsskulden men ingen förändring av själva riktlinjen.

Real upplåning motiveras främst av kvalitativa riskargument eftersom lång nominell upplåning och real upplåning i viktiga avseenden utgör varandras spegelbilder. Skuldportföljen bör därmed innehålla båda typerna av obligationer. Teoretisk bör även real upplåning i genomsnitt vara billigare än nominell kronupplåning eftersom staten tar över inflationsrisken från investeraren och därför inte skall betala den inflationsriskpremie som ingår i den nominella räntan. Denna besparing har dock minskat, särskilt under perioder med låg inflation, och helt eller delvis uppvägs av andra faktorer. Här kan bl.a. likviditetsriskpremier i realobliga-

tionsmarknaden och investerares bedömningar att inflationstakten i framtiden kommer att ligga under Riksbankens inflationsmål spela in.

Regeringens slutsats från tidigare år kvarstår och riktlinjen behålls oförändrad. Det bör också betonas vikten av att behålla delegeringsordningen där Riksgäldskontoret svarar för avvägningen mellan att minimera de förväntade kostnaderna och möjligheten att reducera risken. Intill dess realobligationsmarknaden kan betraktas som fullt utvecklad bör kontoret även fortsättningsvis ges stor flexibilitet att beakta marknadsläget vid beslut om i vilken takt realobligationer skall emitteras.

4.3 Nominell kronskuld

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

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

Skälen för regeringens beslut: Utöver real kronupplåning (realobligationer) och upplåning i utländsk valuta bör statens finansieringsbehov täckas med nominella lån i kronor. Kronmarknaden fungerar därmed som buffert vid svängningar i lånebehovet och om upplåningen i de båda övriga skudslagen skulle ändras. Den utgör traditionellt statens viktigaste finansieringsskälla och svarar, trots en sjunkande andel de senaste åren, för ca 72 procent av utestående statsskuld exklusive skuldskötselåtgärder⁸. Riktlinjerna för valutaamortering, begränsningarna i möjligheterna att emittera realobligationer och ett ökat nettolånebehov innebär att den nominella kronupplåningen även fortsättningsvis blir statens viktigaste finansieringsskälla.

⁸ Inklusive skuldskötselåtgärder uppgår andelen till ca 56 procent av skulden.

Det är värt att påpeka att Riksgäldskontoret främst skapar valutaskuld genom emission av kronlån som sedan via skuldbytesavtal omvandlas till utländsk valuta. Beslut om ändringar i amorteringstakten har därmed inte fullt ut genomslag på statens emissionsbehov i nominella kronor. Kron/valuta-swappar har, utöver att ge billig valutaupplåning, bidragit till att upprätthålla kronmarknadens funktionssätt genom kontinuerliga emissionsvolymerna trots svängningar i upplåningsbehovet. Sannolikt har detta även varit gynnsamt för statens lånekostnader i kronor.

4.4 Löptid

Regeringens beslut: Den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden skall vara 2,7 år för 2003. Inriktningen för 2004 och 2005 är att durationen skall vara oförändrad. Riksgäldskontoret får vid fastställande av riktmärken för nominella lån besluta om en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt $\pm 0,3$ år från riktvärdet.

Realupplåningen skall ha lång löptid.

Riksgäldskontorets förslag: Riktvärdet för den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden föreslås vara oförändrad på 2,7 år. Inriktningen för 2004 och 2005 bör vara fortsatt oförändrad duration. Riksgäldskontoret bör få besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration i den nominella skulden som avviker med maximalt $\pm 0,3$ år från riktvärdet. Realupplåning bör ha lång löptid.

Skälen för regeringens beslut: I riktlinjerna för 2000 sänkte regeringen riktvärdet för den nominella skulden från 2,9 år till 2,7 år. Beslutet motiverades med att en förkortad löptid förväntas leda till lägre genomsnittliga lånekostnader utan att refinansieringsrisken för den skull ökar nämnvärt. Den stabila utvecklingen i statsfinanserna möjliggjorde även denna något annorlunda vägning mellan kostnad och risk i statsskuldportföljen. En löptid på 2,7 år ansåg därvid vara en lämpligt avvägning samtidigt som en ytterli-

gare förkortning betraktades som alltför riskabel. I allt väsentligt kvarstår denna bedömning. Riktvärdet bör därför behållas oförändrat på 2,7 år 2003.

Tabell 3. Durationen för den nominella (genomsnitt under året) respektive den reala (i slutet av respektive år) delen av statsskulden (år).

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Nominell skuld	3,1	3,1	2,9	2,9	2,7	2,6
Real skuld	11,9	11,5	10,7	10,6	9,6	10,5

Källa: Riksgäldskontoret. Uppgifterna för 2002 är en prognos.

På längre sikt är inriktningen mer osäker. En faktor som Riksgäldskontoret pekar på är möjliga konsekvenser av ett eventuellt medlemskap i valutaunionen. Exempelvis riskerar statsfinanserna uppvisa större svängningar vid ett eventuellt medlemskap eftersom finanspolitikens betydelse ökar då penningpolitiken styrs av ECB med utgångspunkt i utvecklingen i unionen som helhet. Allt annat lika skulle löptiden i skulden då behöva förlängas i syfte att minska refinansieringsriskerna. En annan tänkbar osäkerhetsfaktor är utvecklingen i statsfinanserna där ett ökat lånebehov motiverar en förlängning av löptiden (och vice versa). Regeringen finner dock att inga nya skäl har framkommit som ger anledning att nu justera riktlinjen för löptiden. Riktvärdet för den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden bör därför även fortsättningsvis vara 2,7 år.

Riksgäldskontoret har sedan tidigare ett utrymme att ta strategiska positioner runt durationsriktvärdet för den nominella skulden. Sådana positioner bör baseras på bedömningar av den långsiktiga ränteutvecklingen. Kontoret har hitintills valt att inte utnyttja denna möjlighet. Icke desto mindre har Riksgäldskontoret ett utrymme att hantera de osäkerhetsfaktorer som kan tänkas påverka kostnader och risk i statsskulden den närmaste framtiden. Avvikelseintervallet bör som tidigare uppgå till $\pm 0,3$ år för 2003.

Löptidsriktlinjen för de reala lånen anger att upplåningen skall ha lång löptid. Riktlinjen vilar på uppfattningen att realobligationens egenskaper bäst tas till vara på långa löptider eftersom osä-

kerheten i inflationsutvecklingen och därmed den inflationsriskpremie som staten bör kunna tillgodogöra sig ökar med tiden. I fjolårets riktlinjebeslut öppnade dock regeringen möjligheten för Riksgäldskontoret att emittera reallån på kortare löptider än tidigare. Anledningen var att kostnadsskillnaden mellan korta och långa realobligationer har visat sig vara relativt liten och att marknadsefterfrågan periodvis varit stor i de kortare löptidssegmenten. Riktlinjen bör därför även fortsättningsvis tolkas som att avse realobligationsemissioner med fem års löptid eller längre.

4.5 Förfalloprofil

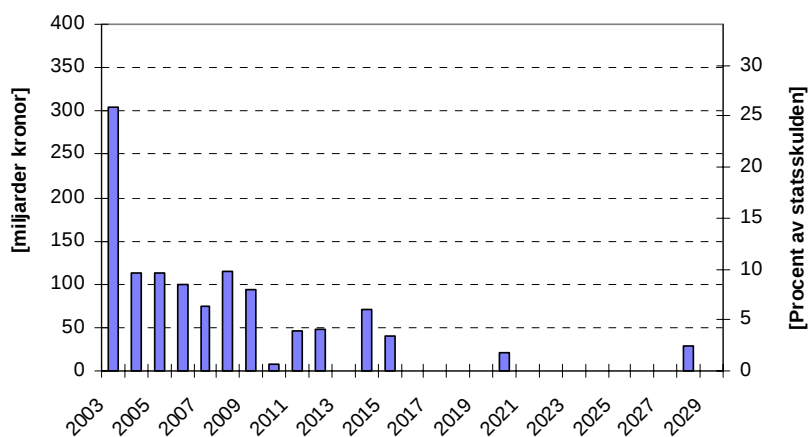
Regeringens beslut: Riksgäldskontoret skall eftersträva en spridd förfalloprofil i statsskulden. Upplåningen skall inriktas mot att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna.

Riksgäldskontorets förslag: Riksgäldskontoret bör eftersträva en jämn förfalloprofil i syfte att begränsa refinansieringsrisken. Upplåningen bör inriktas mot att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna.

Skälen för regeringens beslut: En viss löptid i statsskulden kan uppnås på olika sätt. Riktlinjen för genomsnittlig duration i den nominella delen av statsskulden på 2,7 år kan t.ex. uppnås genom en koncentration av upplåningen runt riktvärdet eller en koncentration till korta och mycket långa löptidssegment. Förfallen blir då i större eller mindre utsträckning koncentrerade i tiden och upplåningskostnaden beroende av de just då rådande räntevillkoren.

Nedan redovisas hur stor del av skulden som beräknas förfalla respektive år med utgångspunkt i skuldens prognostiserade sammansättning per den 31 december 2002. År 2003 beräknas förfallobeloppet uppgå till 304 miljarder kronor eller 26 procent av utestående statsskuld.

Diagram 1. Statsskuldens prognostiserade förfalloprofil vid utgången av 2003 (miljarder kronor och i procent av statsskulden).



Riktlinjen för förfalloprofilen utgör ett komplement till riktvärdet för den genomsnittliga durationen och syftar till att begränsa refinansieringsriskerna i statsskulden. Riksgäldskontoret har vid sidan av riktlinjeförslaget⁹ undersökt sambandet mellan duration och förfalloprofil samt hur de påverkar förväntade kostnader och risker i statsskulden. En slutsats är att förfalloriktlinjen inte i alla avseenden fångar de risker som är avsikten med riktlinjen. Teoretiskt sett utgör andelen upplåning, snarare än förfall, en bättre indikator på de risker som avses. Praktiska överväganden och nuvarande förutsättningar leder dock till slutsatsen det även fortsättningsvis är andelen förfall som bör regleras. En annan slutsats är att förfalloprofilsbegränsningen och durationsriktmärket inte kan väljas oberoende av varandra. Förfalloprofilsbegränsning lägger nämligen en restriktion på hur låg durationen kan vara och vice versa.

Sammantaget blir intrycket att behovet och utformningen av förfalloriktlinjen kan diskuteras. Regeringen slopade i fjolårets riktlinjebeslut andelstaket för förfallande statsskuld (30 procent av

⁹ Riksgäldskontorets rapport 2002-09-25 Duration, förfalloprofil och risken för ökade kostnader för statsskulden.

skulden), främst med motivet att taket riskerade höja kostnaderna för förvaltningen utan att i realiteten styra riskerna. Den nuvarande mjukare inriktningsriktlinjen innebär därmed att en översyn i det här läget inte är omedelbart påkallat. Riksgäldskontoret bör i nästkommande riktlinjeförslag återkomma med förslag till hur refinansieringsriskerna bäst kan beskrivas och hanteras.

5 Utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning

Regeringens beslut: Riksgäldskontoret skall för 2003 fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. De interna riktlinjerna skall innehålla riktmärken för de nominella skuldslagen och utvärderas såväl kvalitativt som kvantitativt. Den kvantitativa utvärderingen skall avse absoluta kostnader och, när så är möjligt, jämföras med regeringens riktlinjer, med beaktande av risk. Utvärderingen av val av valutariktmärke skall främst ske kvalitativt.

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

Den operativa förvaltningen av valutaskulden skall utvärderas kvantitativt. Marknadsvärdesbaserade kostnader för skulden skall jämföras med kostnader för valutaskuldens riktmärkesportfölj. Strategiska valutapositioner skall utvärderas på samma sätt.

Riksgäldskontorets hantering av valutaväxlingarna styrs 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.

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 möjliggöra en samlad bedömning av hur skuldförvaltningen 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 skuldförvaltningen sker på flera nivåer. I skrivelsen till riksdagen utvärderas såväl regeringens beslut om riktlinjer som Riksgäldskontorets upplåning och förvaltning av statsskulden.

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 tillämpar därför rullande femårsperioder i utvärderingen av skuldförvaltningen. Utvärderingen av riktlinjebeslutet för 2003 kommer därmed att avse 1999–2003.

Utvärdering av statsskuldförvaltning 2003

Utvärdering av regeringens riktlinjer

Tidigare har ambitionen varit att utvärdera regeringens riktlinjer direkt mot målet för statsskuldförvaltningen. Utvärderingen skulle därmed visa hur riktlinjerna påverkat de långsiktiga kostnaderna och riskerna i skulden. Vid riktlinjebeslutet skulle regeringen kunna välja mellan ett antal stiliserade och differentierade skuldportföljer, vilkas egenskaper analyserats i Riksgäldskontorets förslag. Den skuldportfölj som valts skulle sedan kunna jämföras med kostnaderna för de andra portföljerna.

I praktiken har det visat sig vara svårt att leva upp till dessa principer eftersom det visat sig svårare än väntat att skapa tillräck-

ligt tydliga och robusta kvantitativa modeller som möjliggör jämförelser mellan olika statsskuldportföljer. Utvärderingen av regeringens riktlinjer bör istället främst avse de strategiska överväganden som legat till grund för ett visst beslut. Utvärderingen kommer därmed att i stor utsträckning att göras i kvalitativa termer. Kvantitativa beräkningar bör i möjligast mån tas fram som stöd i analysen och bedömningen.

Utvärdering av Riksgäldskontoret

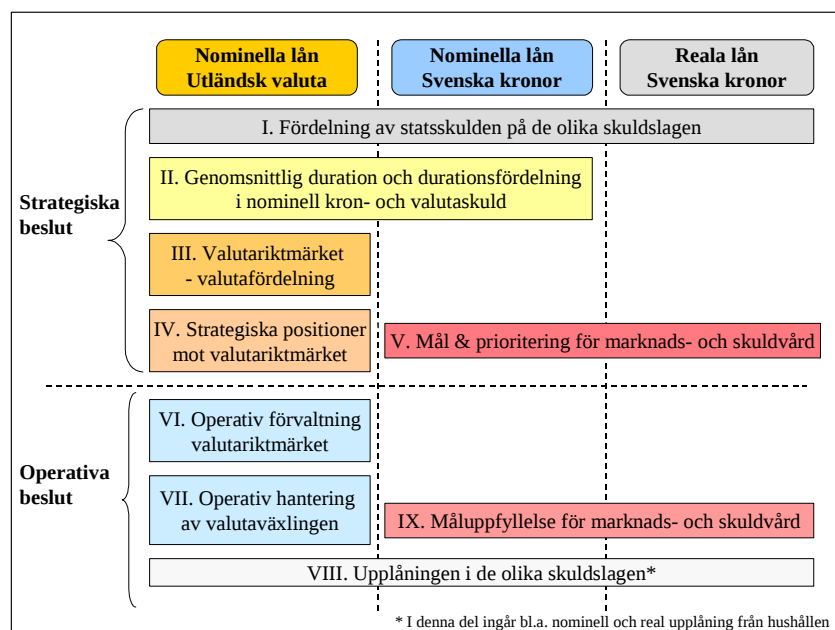
Riksgäldskontoret fastställer inom ramen för det statsskuldspolitiska målet och regeringens riktlinjer mer konkreta anvisningar för kontorets upplåning och skuldförvaltning. Dessa interna riktlinjer fastställs av kontorets styrelse och kan kallas *strategiska* beslut. Inom ramen för dessa beslut fattas löpande *operativa* beslut om skuldens finansiering och förvaltning.

Strategiska beslut bör utvärderas i förhållande till det övergripande målet. Utvärderingen av besluten bör därför så långt som möjligt avse kostnader mätta som emissionsräntor. Kvantitativa utvärderingar är dock inte alltid meningsfulla. Kvalitativa bedömningar utgör därför en viktig del i varje utvärdering även av Riksgäldskontorets förvaltning.

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.

Figur 1 ger en schematisk bild av utvärderingen av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut. De romerska siffrorna i figuren relaterar till respektive utvärderingsbeskrivning i efterföljande avsnitt.

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



Riksgäldskontorets strategiska beslut

Utvärderingen av strategiska beslut bör avse Riksgäldskontorets interna riktlinjer som fastställs av styrelsen. Dessa omfattar flera centrala ställningstaganden.

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

Utvärderingen av Riksgäldskontorets hantering av valutamandatet bör ske genom två förenklade beräkningar där amorteringarna sker i jämn takt över året, en motsvarande riktvärdet i riktlinjerna och en motsvarande kontorets beslut. Det är inte menings-

fullt att använda den faktiska amorteringsprofilen eftersom den uppvisar ett ojämnt mönster. Beslut om utnyttjande av valutamandatet baseras på 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 faktiskt genomförs. Följaktligen måste bedömningen av om det var korrekt att fatta ett sådant beslut i väsentlig grad gälla om den analys som beslutet byggde på framstår som rimligt.

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

II. Beslut om riktmärken för den nominella kronskulden och valutaskulden: Ställningstagandet omfattar beslut om genomsnittlig duration för riktmärkena och duration i var och en av dessa.

Utvärderingen av riktmärkesbesluten bör göras i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället och mellan riktmärken som på förhand framstår som rimliga jämförelsealternativ. Den kvantitativa utvärderingen bör så långt som möjligt ske genom kontrafaktiska jämförelser mellan tydligt differentierade och stiliserade skuldportföljer med avseende på förväntad kostnad och risk. Med kostnader avser genomsnittlig emissionsränta. Ett av alternativen kan utgöras av en s.k. status quo-portfölj som utgår från att egenkaperna i skulden i utgångsläget behålls oförändrade. Det bör betonas att utvärderingen avser förvaltningen i ett längre perspektiv.

III. Beslut om valutariktmärke: Riksgäldskontoret anser att utvärdering av valet av riktmärkesportfölj för valutaskulden främst bör göras i kvalitativa termer eftersom rimliga jämförelsenormer för kvantitativ utvärdering saknas. Utvärderingen bör därför inriktas på att bedöma om de analyser och argument som ledde fram till ett visst riktmärke håller god kvalitet och är logiska. Det bör även analyseras om bakomliggande argument och slutsatser fortsatt är giltiga för att på så sätt ge vägledning för framtida beslut.

Regeringen inser svårigheterna i att få till stånd en rättvisande och relevant kvantitativ utvärdering i valet av valutariktmärke.

Utvärderingen blir därmed främst kvalitativ och av den karaktär som Riksgäldskontoret föreslår. Detta behöver dock inte utesluta att kvantitativa inslag kan bidra med mervärde i analysen av riktmärkessammansättningen. Kontoret bör därför, i den utsträckning partiella analyser tillåts påverka fördelningen i valutariktmärket, redovisa grunderna därför samt lämna ett underlag som i den delen möjliggör en kvantitativ uppföljning.

IV. Beslut om strategiska valutapositioner i förhållande till valutariktmärket: Strategiska valutapositioner bör utvärderas på samma sätt som kontorets operativa valutaförvaltning, dvs. genom att positionernas faktiska kostnader jämförs med valutariktmärkets hypotetiska kostnader. Avvikelsen från riktmärket anger i marknadsvärdestermerna om den strategiska positionen lett till besparingar eller fördyringar.

V. Beslut om mål för skuld- och marknadsvård: Dessa styrelsebeslut avser främst valet av mål och prioriteringar samt om dessa förväntas leda till de eftersträlvade effekterna. Utvärderingen av skuld- och marknadsvården beskrivs närmare under punkt IX i avsnittet nedan.

Riksgäldskontorets operativa 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 (VI)* skall som tidigare ske genom att de faktiska kostnaderna för valutaskulden i marknadsvärdestermerna jämförs med riktmärkets hypotetiska kostnader. Resultatet anger då i vilken mån avvikelser från riktmärkesportföljen medfört högre eller lägre kostnader i relativa termer.

Regeringen fastställde i fjolårets beslut att den *operativa hanteringen av valutaväxlingarna (VII)* skall styras genom att kontorets styrelse lägger fast en relativt jämn växlingsfördelning (med vissa intervall) över året och att den skall uppfattas som resultat-

mässigt neutral i meningen att ett nollresultat uppnås om banan följs. Intervallet syftar till att ge utrymme för en effektiv hantering. Styrelsen skall därutöver lägga fast avvikelseintervall för positionstagande. Inom intervallet kan sedan kontoret undvika att växla under perioder då det framstår som särskilt oförmånligt och vice versa. I efterhand utvärderas eventuella avvikelser genom att beräkna kostnadsskillnaden mellan den resultatmässiga neutrala växlingsbanan och den faktiska banan. Den beskrivna utvärderingsmetoden bör gälla tills vidare.

Regeringen konstaterade i förra årets riktlinjebeslut att det är nödvändigt att arbeta med fler dimensioner i utvärderingen av *den reala upplåningen (VIII)* och att dåvarande kvantitativa mått inte fångade risken och därmed inte hela målet för skuldförvaltningen. Det föreföll lämpligt att studera även andra förhållanden såsom teckningskvoter, kontorets bakomliggande bedömningar vid emissionsbeslut etc. Utvärderingen blir därmed främst kvalitativ och baserad på de grunder som ett visst beslut vilar på. Därutöver bör den realiserade kostnadsskillnaden, liksom tidigare, redovisas. Det innebär att en kostnadsjämförelse mellan upplåning i realränteobligationer och upplåning i nominella statsobligationer avseende perioden 1999–2003 skall redovisas.

Upplåningen i utländsk valuta utvärderas som tidigare, dvs. genom att Riksgäldskontoret redovisar hur upplåningen skett under året, transaktioner och spreadar för kron/valutaswappar samt kostnadsjämförelser mellan låneinstrument i utländsk valuta.

Riksgäldskontoret har i årets riktlinjeförslag lagt stor vikt vid utvärderingsfrågorna. Vad gäller *skuld- och marknadsvården (V och IX)* anför kontoret att utvecklingsarbetet i huvudsak bör inriktas mot att se hur en samlad och rättvisande utvärdering kan åstadkommas. En sådan bör omfatta både kvalitativa och kvantitativa analyser. Ett viktigt steg i arbete vore att, såväl på strategisk som operativ nivå, dela upp åtgärderna i generella och mer specifika insatser. Generella åtgärder, exempelvis att bedriva en förutsägbar upplåning, erbjuda repofaciliteter och byten, bredda investerarbaser etc., bör bli föremål för mer omfattande analyser med längre tidsintervall än ett år. Specifika insatser, exempelvis etableringen av elektronisk handel, kan analyseras året efter de genomförts och

utifrån de effekter de på förhand bedöms få. Kontorets bör även fortsättningsvis redovisa vilka skuld- och marknadsåtgärder som vidtagits under året.

Regeringen har tidigare år betonat vikten av att utveckla kvantitativa utvärderingsmetoder i syfte att få indikatorer på hur statens finansieringskostnader påverkas av kontorets åtgärder. Givet de svårigheter som finns, bl.a. i skuld- och marknadsvården, att ta fram robusta och rättvisande resultatindikatorer, bedöms kontorets förslag som intressanta. Utvärderingen av de strategiska besluten, som främst handlar om att ta ställning till om de mål som styrelsen satt upp är rimliga, kan med fördel göras genom jämförelser med andra länder. Regeringen noterar här med tillfredsställelse att kontoret planerar att göra en internationell jämförelse av skuld- och marknadsvården mellan olika statshandelsområden. Olika åtgärder utvärderas kan variera från fall till fall. Regeringen vill här understryka vikten av att de beslut som fattas i olika avseenden är transparenta och tydliga. Det gäller målformulering, de effekter som beslutade åtgärder förväntas leda till och, inte minst, hur utvärdering skall gå till. Även i detta arbete bör en strävan vara att i möjligaste mån inkludera kvantitativa indikatorer i analysen.

6 Tekniskt appendix: Definitioner av centrala begrepp

Valutamandatets definition

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

I nuvarande valutamandat räknas samliga flöden i utländsk valuta (exklusive räntebetalningar) in dvs. nettot av förfall och nyteckning av lån och sådana derivatinstrument som ger upphov till initiala flöden. Exempelvis ingår valutadelen i swappar mellan kronor och utländsk valuta i valutamandatet, eftersom det sker en växling från kronor till utländsk valuta i samband med att valutaswappen görs. Däremot ingår inte valutaterminer vid affärstillfället, eftersom inget flöde äger rum förrän terminskontraktet löper ut. Samtliga transaktioner värderas till de valutakurser som gäller på transaktionsdagen. I valutamandatet ingår även realiserade kursförluster och kursvinster på förfallande lån. Däremot ingår inte orealiserade omvärderingar av valutaskulden eftersom sådana förändringar per definition inte leder till några betalningar (flöden).

I årets riktlinjebeslut ändras definitionen av valutamandatet så att alla transaktioner som påverkar statens valutaexponering räknas (se även avsnitt 3.2 om Ny definition av valutamandatet). Detta innebär att valutaterminer påverkar den uppmätta amorteringstakten redan vid affärstillfället snarare än som hittills när de löper ut. Således förskjuts tidpunkten något för när Riksgäldskontorets valutatransaktioner avspeglas i valutamandatet.

Skuldbytesavtal (kron/valutaswappar)

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

Denna form av valutaupplåning kan sägas bestå av tre steg. Den ena delen innebär att upplåning i kronor genom ordinarie obligationsemissioner genomförs, dvs. kontoret får en skuld i kronor där kontoret betalar en lång statspappersränta. I nästa steg gör kontoret en ränteswapp, som innebär att kontoret mottar betalningar kopplade till en lång swappränta och i gengäld betalar rörlig swappränta. Eftersom den långa swappräntan regelmässigt är högre än statspappersräntan gör kontoret här en besparing. Denna skillnad benämns swappspread.

Det tredje steget innebär att en kron/valutaswapp genomförs. I kron/valutaswappen får kontoret en tillgång i kronor, som är lika stor som den skuld i kronor som uppstod genom obligationen, och en skuld i utländsk valuta. Skulden i kronor har därmed omvandlats till en skuld i utländsk valuta.

Duration

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

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

Förfalloprofil

Förfalloprofilen definieras i termer av hur stor andel av den utestående stocken som vid mättidpunkten har löptider inom de föreskrivna löptidssegmenten. I praktiken mäts förfalloprofilen vid respektive månads slut. Avistastocken, som periodvis och dagligen kan uppvisa svängningar på tiotals miljarder över- och underskott, 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 mättidpunkt 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.