

Regeringens skrivelse

2006/07:104

Utvärdering av statens upplåning och
skuldförvaltning 2002–2006

Skr.
2006/07:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 19 april 2007

Maud Olofsson

Mats Odell
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

Regeringen skall senast den 25 april varje år lämna en utvärdering av statsskuldförvaltningen till riksdagen. Utvärderingen lämnas i form av en skrivelse, som i år behandlar regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning samt Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning under budgetåren 2002–2006. Utvärderingen av skuldförvaltningen görs på tre nivåer; regeringens riktlinjer, Riksgäldskontorets strategiska beslut om delmål och riktmärken för den operativa förvaltningen samt kontorets operativa förvaltning av statsskulden. I årets skrivelse lämnas även förslag på den framtida inriktningen av utvärderingen av statsskuldspolitiken.

Huvudintrycket är att staten har en väl fungerande upplåning och skuldförvaltning. De beslut som fattats av Riksgäldskontoret bedöms som väl motiverade och resultaten har fallit väl ut. För de kvantitativa mått som används för att mäta Riksgäldskontorets prestationer har utfallen 2006 generellt varit bättre än 2005. Uppsatta mål har nåtts. Regeringens riktlinjer för 2002–2006 tycks ha varit väl avvägda och motiverade. Beräkningar pekar fortsatt på att statens lånekostnader har kunnat pressas ned. Såväl Riksgäldskontorets förvaltning som regeringens riktlinjer för 2002–2006 bedöms ha varit i enlighet med det övergripande målet för statsskuldspolitiken, dvs. att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risken i förvaltningen.

Regeringen anser att skrivelsen med en samlad utvärdering av statsskuldspolitiken kan lämnas vartannat år i stället för som nu årligen. Utvärderingen bör stödjas av extern expertkunskap.

Sammanfattning av statens upplåning och skuldförvaltning 2002–2006	3
1 Processen för statsskuldspolitiken	7
2 Den framtida inriktningen av utvärderingen av statsskuldspolitiken.....	9
3 Utvecklingen av lånebehov och statsskulden	12
3.1 Lånebehovets utveckling	12
3.2 Statsskuldens utveckling.....	13
3.3 Statsskuldens sammansättning.....	14
4 Redovisning av regeringens beslut om riktlinjer för 2002–2006	17
5 Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut.....	26
5.1 Riksgäldskontorets fördelning av skulden på olika skuldslag	26
5.2 Löptiden i den nominella skulden.....	28
5.3 Valutasammansättningen i riktmärket för valutaskulden	30
5.4 Strategiska valutapositioner	32
5.5 Marknads- och skuldvard i kronskulden.....	32
6 Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut.....	34
6.1 Upplåning i utländsk valuta	34
6.2 Aktiv förvaltning i utländsk valuta	37
6.3 Real upplåning i svenska kronor.....	40
6.4 Nominell upplåning i svenska kronor	44
6.5 Privatmarknadsupplåning	47
Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 19 april 2007.....	51

Sammanfattning av statens upplåning och skuldförvaltning 2002–2006

Skr. 2006/07:104

Nedan följer en sammanfattning av utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning för utvärderingsperioden 2002–2006. Avsikten är att foga samman de olika delarna i utvärderingen till en helhetsbild som kan ställas mot det övergripande målet för statsskuldpolitiken.

I avsnitt 1 och 2 behandlas processen för skuldförvaltningen samt den framtida inriktningen av utvärderingen av statsskuldpolitiken. I avsnitt 3–6 behandlas utvecklingen av lånebehov och statsskuld, regeringens riktlinjer samt slutligen Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut. Nytt i årets skrivelse är att kontorets aktiva förvaltning i utländsk valuta redovisas i ett särskilt avsnitt (6.2).

Inriktningen av utvärderingen av statsskuldpolitiken

Regeringens bedömning: Nuvarande beslutsordning och ansvarsfördelning behålls oförändrad, men regeringens samlade utvärdering bör lämnas vartannat år i stället för som nu varje år. Utvärderingen bör stödjas av extern utvärdering.

Regeringen behandlade i förra årets skrivelse frågan om beslutordning och ansvarsfördelning mellan riksdagen, regeringen och Riksgäldskontoret i den statsskuldpolitiska processen. Regeringen bedömde att nuvarande ordning skulle behållas och att inslagen av externa referenspunkter i utvärderingen bör öka. Riksdagen ställde sig bakom detta.

Regeringen väljer nu att återkomma med förslag till förbättringar av nuvarande process och hur utvärderingen av statsskuldpolitiken kan breddas och fördjupas. Regeringen föreslår att skrivelsen med regeringens samlade utvärdering lämnas vartannat år i stället för årligen. Statsskuldens minskade budgetmässiga betydelse och statsskuldpolitikens långsiktiga natur är de främsta skälen för detta. Utvärderingen bör, i möjligaste mån, även stödjas av externa referenspunkter för att nå ökad bredd och djup i analysen. Det årliga inslaget i rapporteringen till riksdagen bör kvarstå då regeringen på sedvanligt vis i budgetpropositionen (avsnittet om statsskuldförvaltning, utgiftsområde 2) kommer att referera den samlade utvärderingen alternativt, för mellanåren, kort redovisa regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets uppnådda resultat.

Enligt regeringen är det lämpligt att införa ändringen per den 1 januari 2008. Regeringen avser att på denna punkt återkomma i budgetpropositionen med förslag till ändringar i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.

Sammanfattning: Regeringens beslut om riktlinjer för 2002–2006 synes ha fattats i enlighet med det i lag uppställda målet att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risken i förvaltningen. Besluten synes även ha fattats inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer, vilket stöds av att Riksbanken i sina remissyttranden de senaste åren har ansett regeringens riktlinjer vara förenliga med den penningpolitiska restriktionen.

Regeringens redovisning av riktlinjebesluten för utvärderingsperioden koncentrerar sig liksom i förra årets skrivelse på de mest centrala ställningstagandena, dvs. den långsiktiga inriktningen avseende sammansättningen och den genomsnittliga löptiden i statsskulden.

Sedan 2000-talets början har regeringen strävat efter att långsiktigt reducera andelen valutaskuld och öka andelen realskuld i statsskulden. Skälet har främst varit att minska risken i skuldförvaltningen men även kostnadsargument talar för detta. En tillbakablick visar att valutaandelen fallit från 31 till 21 procent och realandelen stigit från 13 till 17 procent under perioden 2002–2006. Sammantaget anser regeringen att detta lett till minskad risk i statsskulden, eftersom valutafluktuationers inverkan på skuldstock och räntor reducerats och en mer ändamålsenligt balans mellan de olika skudslagen uppnåtts. Ur ett kostnadsperspektiv har argumenten för valutaupplåning i stort bortfallit. Diversifieringsvinsterna av att inkludera realobligationer i statsskulden har uppnåtts samtidigt som kostnadsbesparingarna av att emittera realobligationer i stället för nominella obligationer preliminärt visat sig vara mycket stora. Det beror främst på att inflationen blivit lägre än förväntat. Det är därför inte rimligt att anta att lika stora besparingar kan göras framöver. Regeringen bedömer ändå att realskulden fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj.

Regeringen har även strävat efter att förkorta löptiden i den nominella kron- och valutaskulden, främst med kostnadsargument som stöd. Löptidsförkortningarna, nu senast 2005, förefaller så långt ha medfört lägre upplåningskostnader för staten.

Sammanfattning: Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden har för 2002–2006 bedrivits i enlighet med det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning utvärderas på två nivåer; dels de strategiska beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse, dels den operativa förvaltning som kontoret bedriver.

Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut

Regeringen bedömer att de beslut som Riksgäldskontoret fattat om amorteringar av valutaskulden har varit välgrundade, såväl ur kostnads- som risksynpunkt. Besluten att skjuta på valutaamorteringar med ett sammanlagt belopp på 12 miljarder kronor 2005 och 2006 har så långt varit framgångsrika. Besluten beräknas preliminärt ha sparat 0,4 miljarder kronor.

Riksgäldskontorets strategi att tillämpa skilda löptider i kron- och valutaskulden motiveras främst av omsorg om den svenska räntemarknaden. Liksom tidigare finner regeringen strategin rimlig jämfört med om riktlinjernas genomsnittliga riktvärde används i båda skuldslagen. De skäl som Riksgäldskontoret redovisat för att inte ta strategiska ränte- eller valutapositioner på svensk eller utländsk finansmarknad har godtagits av regeringen.

Riksgäldskontorets val av nytt riktmärke för den passiva förvaltningen av valutaskulden för perioden 2006–2008 förefaller rimligt. Inslagen av ökad kostnadshänsyn genom en ökad andel schweizerfranc har hittills fallit väl ut.

De principer som Riksgäldskontoret satt upp för marknads- och skuldvärden är rimliga och ger goda förutsättningar för att minska lånekostnaderna för statsskulden.

Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut

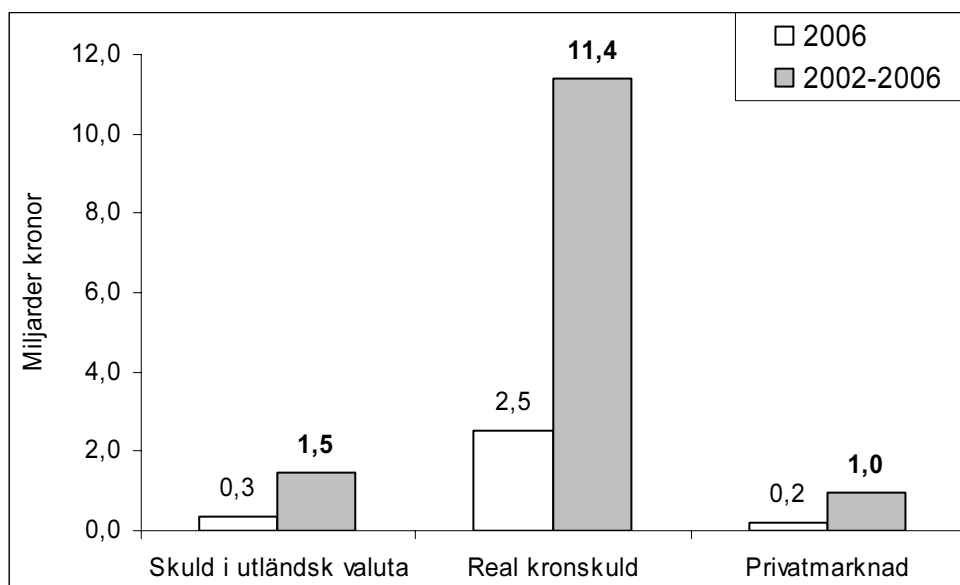
Riksgäldskontoret har bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta, bl.a. genom att under 2006 öka andelen finansiering via kron- och valutawappar när villkoren för dessa förbättrades jämfört med direktupplåning i valuta.

Resultatet för Riksgäldskontorets aktiva förvaltning i utländsk valuta förbättrades 2006 och visade ett överskott på 0,3 miljarder kronor. Resultatet blev sammanlagt 1,5 miljarder kronor för utvärderingsperioden 2002–2006. Målet att verksamheten skall ge överskott har därmed uppnåtts. De riskmått som används visar att resultatet inte nåtts till priset av ett högt risktagande och att kontorets verksamhet är konkurrenskraftig jämfört med anlidade externa förvaltare.

Det preliminära resultatet för den reala upplåning uppgick till 2,5 miljarder kronor 2006 och det sammanlagda resultatet steg till 11,4 miljarder kronor för perioden 2002–2006. De låga inflationsutfallen under 2000-talet har gynnat upplåningen via realobligationer jämfört

med om nominella obligationer skulle ha emitterats i dessas ställe. Riksgäldskontorets har därmed med råge nått uppställt mål för verksamheten, även om huvudorsaken beror på faktorer utanför kontorets kontroll.

Kvantitativa resultat för delar av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning 2006 och 2002–2006 (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i statsobligationer och statsskuldväxlar förefaller ha fungerat väl under 2006. Även kontorets operativa marknads- och skuldvard förefaller ha bidragit till en mer effektiv statspappersmarknad och därmed till långsiktigt lägre kostnader i statsskulden. Detta stöds även av de årliga investeringsundersökningar som görs av marknadsundersökningsföretaget Prospera. Riksgäldskontoret uppfattas som en förutsägbar, effektiv och professionell aktör på svensk räntemarknad. Liksom förra året står sig kontoret väl i en internationell jämförelse.

Resultatet i upplåningen från privatmarknaden steg till 0,2 miljarder kronor 2006 från 0,1 miljard föregående år. För hela utvärderingsperioden föll dock resultatet något till knappt en miljard kronor. Lönsamheten i såväl premieobligationerna som Riksgäldsspar förbättrades under året.

Riksdagen beslutade 1998 om en ny målformulering och beslutsstruktur för statsskuldspolitiken (prop. 1997/98:154, bet. 1997/98:FiU29, rskr. 1997/98:253). Enligt lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning skall statens skuld förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därtill skall förvaltningen ske inom de krav som penningpolitiken ställer.

Lagen tillämpas så att regeringen årligen anger riktlinjer för statsskuldförvaltningen där de mest centrala delarna är hur statsskulden skall fördelas på de olika skuldslagen och vilken genomsnittlig löptid som ska tillämpas. Det är även dessa storheter som, tillsammans med storleken på statsskulden, är bestämmande för vilken total kostnad och samlad risk som kan förväntas i förvaltningen av skulden. Det innebär att kostnaderna för och de risker som uppstår i skuldförvaltningen i första hand bestäms av regeringens riktlinjer. Ansvar för de statsskuldspolitiska övervägandena och de övergripande besluten om skulden tas därmed på politisk nivå. Riksgäldskontoret svarar sedan för att målet för statsskuldspolitiken och regeringens riktlinjer omsätts i delmål och riktmärken samt för den operativa förvaltningen av skulden.

I regeringens riktlinjer fastställs även hur skuldförvaltningen skall utvärderas. Utvärderingen syftar dels till att möjliggöra en samlad bedömning av hur skuldförvaltningen har bedrivits, dels till att ge vägledning för framtida beslut om statsskuldspolitiken. Eftersom målet för skuldpolitiken är av långsiktig karaktär, är det naturligt att också utvärderingen sker i ett så pass långsiktigt perspektiv att tillfälliga variationer i resultatet utjämnas. Regeringen tillämpar därför rullande femårsperioder i utvärderingen av skuldförvaltningen. Årets utvärdering omfattar perioden 2002–2006. Den årligt återkommande processen för skuldförvaltningen kan beskrivas på följande sätt:

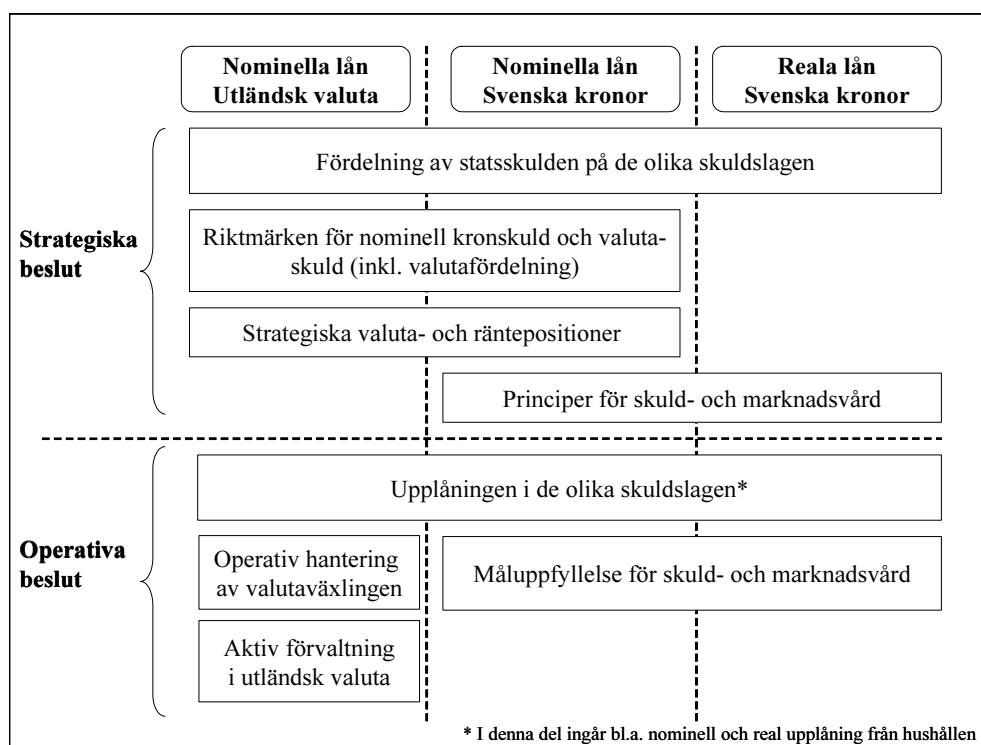
- Riksgäldskontoret lämnar senast den 1 oktober förslag till riktlinjer till regeringen. Förslaget remitteras till Riksbanken som ges möjlighet att yttra sig över förslaget.
- Regeringen fattar senast den 15 november beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning för kommande år.
- Riksgäldskontoret svarar för upplåning och förvaltning av statsskulden i enlighet med regeringens riktlinjer.
- Riksgäldskontoret lämnar senast den 22 februari årsredovisning för det gångna året till regeringen. Årsredovisningen, tillsammans med annan information som regeringen begär in, utgör underlag för utvärdering av statsskuldens förvaltning.
- Efter genomfört förvaltningsår lämnar regeringen senast den 25 april en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning i form av en skrivelse till riksdagen. Genom att skrivelsen lämnas vid denna tidpunkt finns det möjlighet för riksdagen att behandla skrivelsen under våren, vilket gör att riksdagens synpunkter kan beaktas i det följande beslutet om riktlinjer.

I skrivelsen till riksdagen utvärderas statens upplåning och skuldförvaltning på olika nivåer. I avsnitt 4 redovisar regeringen de riktlinjebeslut

som fattats åren 2002–2006 och några kommentarer om dessa. I avsnitt 5 utvärderas de strategiska beslut som fattats av Riksgäldskontorets styrelse och i avsnitt 6 de beslut som fattats på operativ nivå. I den operativa delen ingår en särskild utvärdering av upplåningen på privatmarknaden.

Regeringens ambition är att över tiden utveckla en rimligt stabil struktur i redovisningen till riksdagen. Syftet med detta är bland annat att underlätta för riksdagens ledamöter att ta till sig innehållet i skrivelsen. Översiktsskildern nedan söker tydliggöra de komponenter som är relevanta i utvärderingen av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning. Bilden bör dock inte övertolkas då regeringen från tid till annan kan välja att betona vissa komponenter och delar i utvärderingen mer än andra. Det kan även hända att det med tiden tillkommer ytterligare delar som bör utvärderas eller områden som faller bort.

Figur 1.1: Schema för utvärdering av Riksgäldskontoret strategiska och operativa beslut.



2 Den framtida inriktningen av utvärderingen av statsskuldspolitiken

Skr. 2006/07:104

Regeringens bedömning: Nuvarande beslutsordning och ansvarsfördelning behålls oförändrad, men regeringens samlade utvärdering bör lämnas vartannat år i stället för som nu varje år. Utvärderingen bör stödjas av extern utvärdering.

Bakgrund: I förra årets skrivelse redovisade regeringen sin syn på frågor initierade av Finansutskottet om ansvarsfördelningen mellan riksdag, regering och Riksgäldskontoret. Regeringen anförde bl.a. att nuvarande beslutsordning och ansvarsfördelning bör behållas och att inslagen av extern utvärdering bör öka. Regeringen avsåg att prioritera frågan om att engagera externa utvärderare i processen. Utskottet välkomnade initiativet.

Finansdepartementet har påbörjat en process med att upphandla externa utvärderare. En extern utvärdering kommer därför inte att kunna biläggas årets skrivelse till riksdagen. Regeringen anser dock att det finns anledning att redan nu återkomma med förslag till framtida inriktning av utvärderingen inom ramen för nuvarande beslutsordning och ansvarsfördelning.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen anser att det inom nuvarande ordning finns utrymme för förbättringar genom att regeringens samlade utvärdering breddas och fördjupas. Det blir möjligt genom att utvärderingen lämnas vartannat år i stället för som nu varje år. Den samlade utvärderingen bör, i möjligaste mån, stödjas av externa utvärderingar i syfte att ge externa referenspunkter och möjligheter till ett fördjupat material. Följande skäl kan anföras för en sådan inriktning.

I spåren av den ekonomiska krisen på 1990-talet växte statsskulden och statsskuldräntorna mycket kraftigt. I mitten av 1990-talet uppgick skulden till över 80 procent och skuldräntorna till 5–6 procent av BNP. En del i de åtgärder som sattes in för att hantera den statsfinansiella utvecklingen och för att få en stringent behandling av statsskulden var införandet av nuvarande målformulering och ansvarsfördelning i skuldpolitiken (prop. 1997/98:154, bet. 1997/98:FiU29, rskr. 1997/98:253, SFS 1998:659). Sedan dess har statsskulden successivt reducerats och räntorna fallit, vilket radikalt minskat statsskuldens påverkan på statsbudgeten. Utsikterna i den vårproposition som nyligen lämnats till riksdagen tecknar en fortsatt stark utveckling för statsfinanserna. Statsskulden beräknas falla ned mot 30 procent av BNP 2010. Regeringen anser att en mindre tidskrävande process är påkallad för att ge utrymme för större fokus på andra frågor av statsfinansiellt intresse.

På samma sätt har även processen för statsskuldspolitiken funnit sin form. Riksdagen har fastställt målet för skuldpolitiken, men delegerat till regeringen att besluta hur skulden ska förvaltas. Inriktningen av skuldförvaltningen, som växt fram inom ramen för den statsskuldspolitiska processen, är nu relativt väl etablerad och har fått riksdagens godkännande. Riksdagens roll kan därmed framöver i huvudsak vara att säkerställa kvalitén i hanteringen av statsskulden. Det

bör därför vara tillfyllest att riksdagen med lägre frekvens än i dag tar ställning till en fullskalig utvärdering av hur upplåningen och skuldförvaltningen har bedrivits.

Till detta kan läggas att regeringen, och riksdagen, kan koncentrera sina utvärderingsresurser på en mer fullödig analys av statsskuldspolitiken vartannat år. Det årliga inslaget i processen skulle också kvarstå eftersom regeringen på sedvanligt vis i budgetpropositionen (utgiftsområde 2: Samhällsekonomi och finansförvaltning) kommer att referera den samlade utvärderingen eller, för mellanåren, i korthet redovisa regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets uppnådda resultat. På så sätt hålls riksdagen årligen informerad om utvecklingen inom statsskuldspolitiken och kan, om så är påkallat, i sitt ställningstagande till budgetpropositionen välja att kommentera politiken i dessa delar.

Regeringen anser att övriga delar i processen i huvudsak bör kvarstå oförändrad. Riksgäldskontoret skall således även framgent lämna ett årligt riktlinjeförslag. Ett skäl är att styrningen av upplåningen och skuldförvaltningen, liksom för andra delar av kontorets verksamheten, bör ske årligen. Genom att myndighetsstyrning sker genom årliga regleringsbrev finns det starka skäl för att behålla riktlinjebeslutet på årsbasis intakt. Det finns även en rad frågor som behöver penetreras de närmaste åren och som ger ett starkt behov av styrning via årliga riktlinjer. Hit räknas bl.a. följderna för statsskuldförvaltningen av stigande budgetöverskott och en radikalt krympande statsskuld samt det nya styrsystemet för skuldens andelar som infördes 2007 men som ännu inte fullt ut implementerats (se *styrning valutaskuld och löptid*). Man bör heller inte glömma att riktlinjerna i stor utsträckning är betingade av utvecklingen på finansmarknaden och i ekonomin i övrigt (främst räntor, statsfinanser och den svenska kronan). Riksgäldskontorets underlag för bedömningen av hur statsskulden förvaltats kan dock ges en något enklare form de år regeringen inte lämnar en särskild utvärdering till riksdagen.

Regeringens slutsatser

Regeringen anser sammanfattningsvis att skrivelsen med den samlade utvärderingen bör lämnas vartannat år i stället för som nu årligen. Utvärderingen bör stödjas av konsultinsatser för att ge externa referenspunkter och möjligheter till ett fördjupat material.

Ett skäl att lämna utvärderingen vartannat år är att denna ordning inte tidsmässigt bör skilja sig alltför mycket från vad som gäller i budgetprocess, utvärderingen av AP-fonder och Riksbanken etc. Denna periodicitet bör även säkerställa att kvaliteten i utvärderingsprocess kan upprätthållas. Dessutom bör riksdagen åtminstone två gånger under varje mandatperiod få möjlighet att ta ställning till förd statsskuldspolitik.

Regeringen anser att en lämplig tidpunkt att införa den nya ordningen är 2008 då skuldförvaltningen för 2007 skall utvärderas. Skälet är främst att sättet att styra statsskulden genomgick stora förändringar i riktlinjebeslutet för 2007 bl.a. nya styrformer för skuldens andelar, en ny skulddefinition och en tydligare styrning av Riksgäldskontorets möjligheter till positionstagande.

Under förutsättning att riksdagen godkänner den framtida inriktningen enligt ovan avser regeringen i budgetpropositionen för 2008 att återkomma med förslag till nödvändiga ändringar i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning. Författningsändringen skulle därmed kunna träda i kraft fr.o.m. den 1 jan 2008. Skr. 2006/07:104

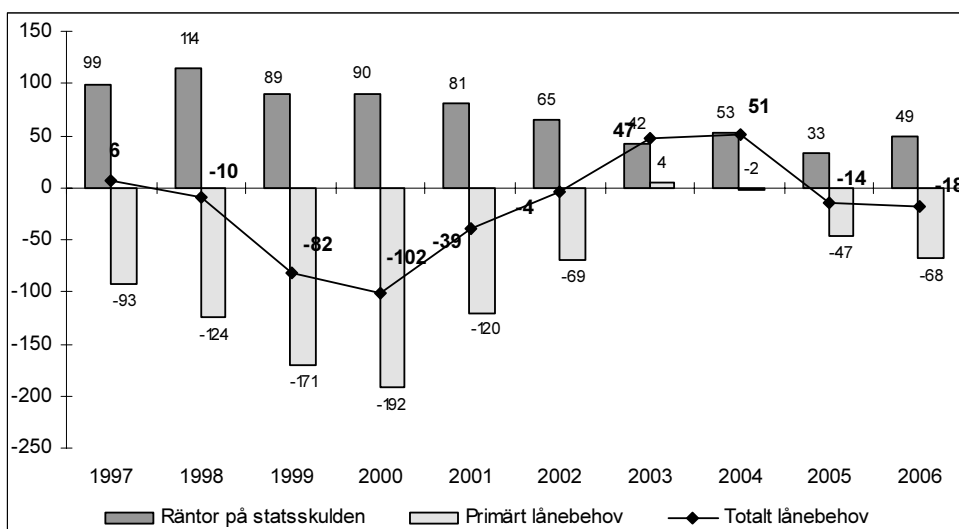
3.1 Lånebehovets utveckling

Statsbudgeten utföll med ett överskott på 18 miljarder kronor 2006, vilket var 4 miljarder kronor mer än föregående år. Den underliggande förbättringen i statens finanser var dock väsentligt större, bland annat därför att den årliga utbetalningen av premiepensionsmedel från Premiepensionsmyndigheten flyttades från januari 2007 till december 2006 och därmed ökade lånebehovet med 25 miljarder kronor 2006.

Räntebetalningarna på statsskulden uppgick till 49 miljarder kronor 2006, vilket var en ökning med 17 miljarder kronor från föregående år. Under 2006 gjorde staten en valutaförlust på 6 miljarder kronor, jämfört med en vinst på 10 miljarder kronor 2005. Räntor på lån i svenska och utländska kronor minskade jämfört med föregående år, något som beror på de lägre räntenivåerna.

Det senaste decennierna har lånebehovet¹ varierat kraftigt i Sverige. I början av 1990-talet var lånebehovet relativt litet, för att sedan snabbt växa till som mest 245 miljarder kronor under 1993 (motsvarande 16 procent av BNP). Därefter minskade lånebehovet successivt, främst till följd av en snabbare ekonomisk tillväxt, en förhållandevis kraftig sanering av statens finanser och olika engångseffekter, exempelvis försäljning av statlig egendom, överföring av obligationer från AP-fonderna till Riksgäldskontoret i samband med pensionsreformen samt extra utdelningar från Riksbanken. Statsbudgeten visade överskott mellan åren 1998 till 2002 och som mest var överskottet 102 miljarder kronor år 2000.

Diagram 3.1: Statens lånebehov 1997–2006, totalt samt fördelat på statsskuldräntor och primärt lånebehov (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Efter att statsfinanserna visat underskott 2003 och 2004 visade budgetsaldot återigen överskott 2005, då budgetsaldot förbättrades med

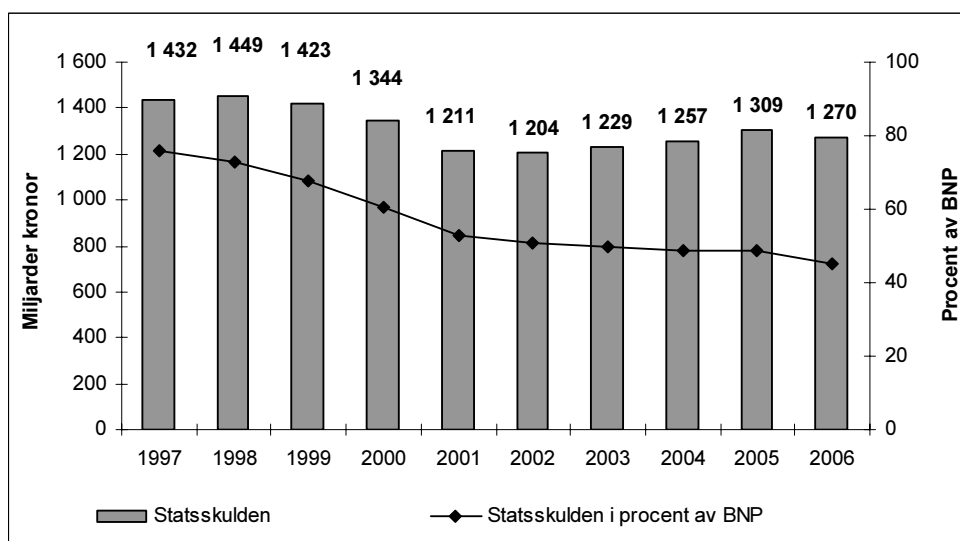
¹ Statens lånebehov är sedan 1997 identiskt med statsbudgetens saldo, dock med omvänt tecken.

65 miljarder kronor till 14 miljarder kronor. Detta kan främst hänföras till att företagsskatterna ökade starkt. Höga inbetalningar av företagsskatter påverkade statsbudgeten positivt även under 2006. Skr. 2006/07:104

3.2 Statsskuldens utveckling

Statsskulden uppgick till 1 270 miljarder kronor i slutet av 2006. Det är en minskning med 39 miljarder kronor jämfört med 2005. Som andel av BNP var statsskulden 45 procent vid utgången av 2006, ca fyra procentenheter lägre än föregående år.

Diagram 3.2: Statsskulden 1997–2006 (miljarder kronor och % av BNP).



Källa: Riksgäldskontoret.

Anm: Från och med 2003 redovisas statsskulden enligt nya principer. I diagrammet har statsskulden justerats och redovisas för 1999–2006 enligt de nya principerna.

Förändringar i statsskulden förklaras inte fullt ut av lånebehovet för ett givet år. Hänsyn måste tas till faktorer som påverkar statsskulden utan att påverka lånebehovet och tvärtom. Exempelvis redovisas valutaskulden i statsskulden till aktuellt värde, dvs. omräknat med bokslutsdagens valutakurser. Det innebär att förändringar i den svenska kronkursen ökar eller minskar värdet på valutaskulden, utan att lånebehovet påverkas. Under 2006 bidrog budgetöverskottet till att statsskulden minskade med 18 miljarder kronor. Kronans förstärkning medförde en minskning med ytterligare 23 miljarder kronor, vilket i stort förklarar skillnaden mellan lånebehovet och förändringen i statsskulden under 2006.

Tabell 3.1: Statens lånebehov och statsskuldens förändring 2002–2006 (miljarder kronor). Skr. 2006/07:104

	2002	2003	2004	2005	2006
Statens lånebehov	-3,5	46,6	50,5	-14,1	-18
Orealiserade valutakursdifferenser	-31,5	-18,4	-9,5	29,0	-23,5
Övriga skulddispositioner	28,7	-3,8	-12,5	36,3	1,5
Summa	-2,8	-22,2	-22,0	65,3	-21,0
Statsskuldens förändring	-6,3	24,4	28,5	51,4	-39

Källa: Riksgäldskontoret.

3.3 Statsskuldens sammansättning

Upplåningen och förvaltningen av statsskulden sker i tre skuldslag:

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

Skuldens fördelning mellan dessa tre skuldslag styrs främst av en strävan att sprida risker. Större delen av skulden är finansierad i nominella kronor, men genom att komplettera med realskuld och valutaskuld kan staten minska sitt beroende av hur svenska nominella räntor utvecklas. En skuld som innehåller realskuld och valutaskuld bör ha mer stabila räntekostnader, och inte i alltför stor utsträckning påverkas av någon enskild faktor.

Andelen skuld i utländsk valuta växte snabbt under första halvan av 1990-talet, från 10 procent till knappt 29 procent av statsskulden. Under andra halvan av 1990-talet låg andelen valutaskuld stabilt runt 30 procent av statsskulden för att åter öka något i början av 2000-talet, delvis till följd av att kronans värde föll. Mellan åren 2002 och 2004 minskade andelen utlandsskuld kraftigt till följd av valutaamorteringar och en förmånlig utveckling för den svenska kronan.

Under 2006 amorterade Riksgäldskontoret 18 miljarder kronor av valutaskulden. Vid utgången av 2006 uppgick den totala valutaskulden till 266 miljarder kronor, ca 21 procent av statsskulden. Detta är klart lägre än valutaskulden 2005 som uppgick till 303 miljarder kronor (23 procent), vilket förklaras av en förstärkning av den svenska kronan i kombination med amorteringar på valutaskulden.

Tabell 3.2: Statsskuldens sammansättning 2002–2006 (miljarder kronor och i procent av statsskuld) Skr. 2006/07:104

	2002	2003	2004	2005	2006
Nom. lån i svenska kronor	671	726	766	798	787
<i>Nom. lån i svenska kronor, andel</i>	56%	59%	61%	61%	62%
Reala lån i svenska kronor	158	173	190	208	217
<i>Reala lån i svenska kronor, andel</i>	13%	14%	15%	16%	17%
Lån utländsk valuta, inkl. skuldskötsel	375	330	301	303	266
<i>Lån i utländsk valuta, andel</i>	31%	27%	24%	23%	21%
Okonsoliderad statsskuld	1 204	1 229	1 257	1 309	1 270

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm: Från och med 2003 redovisas statsskulden enligt nya principer. Skuldinstrumenten redovisas till nominellt slutvärde. Dessutom inkluderas derivatinstrument, som skuldbytesavtal och valutaterminer. Statsskulden som Riksgäldskontoret redovisar är okonsoliderad, dvs. statliga myndigheters innehav av statspapper ingår.

Nominella lån i svenska kronor utgör den viktigaste finansieringskällan för statsskulden och står för 62 procent av skuldstocken. Merparten av den nominella upplåningen i svenska kronor sker på den inhemska värdepappersmarknaden genom statsobligationer och statsskuldväxlar. Till kronskulden räknas även repor, dagslån och likviditetsväxlar, som är instrument med mycket kort löptid och används för att hantera de dagliga likviditetsförändringarna i statens skuld. Den nominella skulden i svenska kronor uppgick till 787 miljarder kronor 2006, en minskning från föregående års 798 miljarder kronor.

Upplåningen i nominella statsobligationer ökade från 56 miljarder kronor 2005 till 64 miljarder kronor 2006, vilket delvis kan förklaras av att löptiden för den nominella kronskulden vid årets början låg något under riktvärdet, som av Riksgäldskontoret är satt till 3,5 år. Därför ökades andelen obligationer (lång löptid) på bekostnad av emissioner i statsskuldväxlar (kort löptid).

Finansieringen med statsskuldväxlar minskade med 47 miljarder kronor jämfört med föregående år, vilket berodde på den ökade obligationsupplåningen i kombination med att statsskulden minskade med 39 miljarder kronor.

I nominella lån ingår även huvuddelen av privatmarknadsupplåningen. Privatmarknadsupplåningen bygger på två produkter, nämligen premieobligationer och Riksgäldsspar. Med dessa instrument kan Riksgäldskontoret bredda upplåningen till fler långivare, både privatpersoner och mindre företag, samtidigt som statens lånekostnader blir lägre än genom motsvarande upplåning via vanliga statspapper. Vid utgången av 2006 uppgick privatmarknadsupplåningen till 64 miljarder kronor, vilket motsvarar 5,1 procent av den totala statsskulden. Premieobligationer stod för en lånestock på 41 miljarder kronor och utgör basen för privatmarknadsupplåningen. Trots att andelen nya kunder har ökat successivt och premieobligationer till ett värde av 7,8 miljarder kronor emitterades under året, minskade den utestående volymen med en miljard kronor under 2006. Detta förklaras av att stora lån löpte ut under året. Resterande del av den nominella privatmarknadsupplåningen utgörs av Riksgäldsspar, som ökade 1,3 miljarder kronor under året till totalt drygt 23 miljarder kronor i slutet av 2006.

Tabell 3.3: Statsskuldens sammansättning fördelat på olika skuldslag 2002–2006 (miljarder kronor och i procent av statsskuld).

	2002	2003	2004	2005	2006	Andel av statsskuld
Statsobligationer	351	395	426	339	315	24,8%
Statsskuldväxlar	219	245	259	374	349	27,5%
Premieobligationer	41	39	38	42	41	3,2%
Riksgäldsspar, nominellt	17	19	21	21	22	1,8%
Likviditetshanteringsinstrument	43	29	22	23	45	3,5%
Valutaterminer m.m.	0	-1	0	0	14	1,1%
Nom. lån i svenska kronor	671	726	766	798	787	61,9%
Realobligationer	157	172	189	207	217	17,0%
Riksgäldsspar, reallt	1	1	1	1	1	0,1%
Reala lån i svenska kronor	158	173	190	208	217	17,1%
Lån utländsk valuta	375	330	301	303	266	20,9%
Statsskulden	1 204	1 229	1 257	1 309	1 270	100%

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm. I tabellen anges den nettovolym nominella statsobligationer som Riksgäldskontoret emitterat. En förhållandevis stor andel av obligationsstocken har via swappmarknaden omvandlats till skuld i utländsk valuta. För att få en rättvis bild exponeringen i de olika skuldslagen ingår dessa skuldskötselinstrument i redovisade andelar.

Under 2006 gav Riksgäldskontoret ut realobligationer för närmare 7 miljarder kronor. Det var något mindre än föregående år, vilket avspeglar ett minskade lånebehov och låg efterfrågan på realobligationer. Till realskulden räknas även den del av sparformen Riksgäldsspar som säkerställer inflationssäkrad avkastning. Vid årsskiftet var realskulden 217 miljarder kronor och stod för 17 procent av den totala statsskulden. Det var en ökning med 10 miljarder kronor från 2005.

Sammanfattning: Regeringens har under perioden förändrat den långsiktiga skuldsammansättningen mot en mindre andel valutaskuld och en större andel realskuld. Detta och de löptidsförkortningar som gjorts beräknas ha minskat såväl lånekostnader som risk i förvaltningen av statsskulden. Regeringen anser att skälen för att behålla löptiden i den nominella skulden oförändrad 2006 var goda.

Bakgrund

Regeringens riktlinjer vilar på ett antal centrala ställningstaganden. Sedan de första riktlinjerna 1999 har en rad principiella frågor behandlats såsom t.ex. vilka kostnads- och riskmått som används, förutsättningar för Riksgäldskontorets flexibilitet i amorteringarna på valutaskulden och för kontorets positionstagande. Till de mest centrala ställningstagandena hör besluten om långsiktig inriktning för sammansättningen och löptiden i statsskulden. I den delen har regeringen sedan 2001 sökt att långsiktigt minska andelen valutaskuld, öka andelen realskuld i statsskulden samt korta löptiden i den nominella delen av statsskulden.

En annan viktig princip är att regeringens beslut om riktlinjer i allt väsentligt anlägger ett flerårigt tidsperspektiv i syfte att skapa förutsättningar för långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken. Till exempel omfattade riktlinjebeslutet för 2006 åren 2006–2008 där riktlinjerna för 2007 och 2008 var att betrakta som preliminära.

I förra året skrivelse valde regeringen att tona ned och begränsa bedömningarna av regeringens egna delar till förmån för en mer utförlig redovisning av grunderna för och vissa resultat av riktlinjebesluten. Även vissa slutsatser drogs. Så görs även i år och materialet redovisas i det följande.

Riktlinjebesluten för 2002–2005

I riktlinjebesluten för 1999 och 2000 var syftet i allt väsentligt att hålla skuldens portföljandelar oförändrade, eftersom det saknades tillräckligt underlag för att fastställa en önskvärd fördelning av de olika skuldandelarna. Inför 2001 års riktlinjer bedömde regeringen att förutsättningarna hade förbättrats för att kunna ta ställning till den långsiktiga utvecklingen av skuldens sammansättning och för att ange en långsiktig rörelseriktning. Regeringens beslut innebar att andelen valutaskuld skulle reduceras och andelen realskuld ökas.

När det gäller valutaupplåning ansåg regeringen att nya analyser och erfarenheter hade tydliggjort riskerna med en stor valutaskuld samtidigt som de kostnadsmässiga skälen för utländsk upplåning försvagats. Ett huvudargument var att förändringar i kronans växelkurs direkt påverkar värdet av valutaskulden (och därmed statsskuldens storlek) och statens skuldräntor (och därmed budgetsaldot). I ett bredare perspektiv riskerar en stor valutaskuld dessutom att förstärka svängningarna i stats-

finanserna, eftersom stigande kostnader för valutaskulden visat sig sammanfalla med konjunkturmässigt betingade statsfinansiella försvagningar.

Regeringen ansåg även att de kostnadsmässiga argumenten för valutaskuld förlorat i tyngd eftersom budgetsanering, ökad trovärdighet för prisstabilitet och fallande inflation bidrog till minskad ekonomisk/politisk osäkerhet i Sverige. Tidigare stora ränteskillnader mot andra europeiska ekonomier hade försvunnit, och det saknades skäl för att framöver anta långsiktiga stora systematiska kostnadsskillnader mellan skuld i svenska kronor och skuld i utländsk valuta.

Ytterligare ett skäl som angavs var att valutaupplåning är ett flexibelt instrument för att snabbt täcka kraftiga öknings i lånebehovet, dock under förutsättning att valutaskulden i utgångsläget inte är alltför stor. Genom en reducerad valutaskuld skaffar sig staten således en ökad handlingsfrihet ifall det statsfinansiella läget skulle försämrats kraftigt och inhemsk upplåning te sig kostsam.

Sammantaget ansåg regeringen att det fanns tillräckliga skäl för att minska andelen valutaskuld. Riktvärdet för amorteringstakten av valutaskulden har i regel legat på 25 miljarder kronor under utvärderingsperioden, med undantag för 2002 då amorteringstakten av kostnadsskäl angavs till 15 miljarder kronor p.g.a. en svag utveckling för den svenska kronan. Från riktvärdet har Riksgäldskontoret haft ett mandat att avvika med ± 15 miljarder kronor. Kontoret har av kostnadsskäl valt att utnyttja mandatet vid några olika tillfällen (åren 2001–2002 och 2005–2006).

Motiven för att på lång sikt öka andelen realskuld är främst riskmässiga. Den reala upplåning bidrar till att sprida upplåningen till ytterligare en typ av finansiering utöver nominell kron- och valutaupplåning. Teoretiskt sett bör real upplåning i genomsnitt även vara billigare än nominell kronupplåning, eftersom staten övertar inflationsrisken från investeraren och därför inte skall betala den inflationsriskpremie som ingår i den nominella räntan.

Tabell 4.1: Regeringens riktvärde för valutaamortering, sålda volymer av realobligationer och regeringens riktvärde för genomsnittlig löptid i nominell kron- och valutaskuld (miljarder kronor och år).

	2002	2003	2004	2005	2006
Riktlinjer, valutaupplåning netto (miljarder kronor)	-15	-25	-25	-25	-25
Realupplåning, såld volym (miljarder kronor)	23	18	18	12	7
Riktvärde genomsnittlig löptid nominell skulden (duration, år)	2,7	2,7	2,7	2,5	3,1 (GRT)

Anm: Inför 2006 beslutade regeringen att byta löptidsdefinition från duration till genomsnittlig räntebindningstid (GRT). Löptidsriktlinjen sattes till 3,1 år (GRT) för 2006 vilket i allt väsentligt motsvarade 2,5 år mätt i duration.

När det gäller löptiden har regeringen vid två tillfällen, 2000 och 2005 förkortat den genomsnittliga löptiden i den nominella kron- och valutaskulden. Skälen för detta var främst kostnadsmässiga. Givet en normalt sett positivt lutande avkastningskurva förväntades besluten ge en billigare upplåning, eftersom räntorna på kortare löptider i genomsnitt är

lägre än för längre upplåning. Därmed skulle lånekostnaderna i skuldförvaltningen på sikt bli lägre. En förkortad löptid i den nominella delen föreföll också rationell för att motverka en ökad löptid i den reala delen av skulden. Riskökningen av den nominella förkortningen bedömdes som marginell, vilket även modellanalyser gav stöd för. Vid beslutstillfällena framstod även de statsfinanserna utsikterna som stabila vilket talade för att en begränsad ökning av löptidsrisken i den nominella skulden kunde accepteras. Löptidsriktvärdet på 2,7 år behölls t.o.m. 2004 då den sänktes till 2,5 år under loppet av 2005.

Riktlinjebeslutet 2006 – sammansättningen av statsskulden

I riktlinjebeslutet för 2005 valde regeringen att precisera sin syn på utvecklingen av statsskuldens sammansättning. På basis av analyser från Riksgäldskontoret angavs målen för den långsiktiga inriktningen till att valutaskuldens andel skulle minska till omkring 15 procent och realskuldens andel öka till 20–25 procent.

Skälet för att inte fullt ut avveckla valutaskulden var främst att skulden har positiva diversifieringseffekter, eftersom utländska räntor inte antas vara fullt ut korrelerade med svenska räntor. Amorteringstakten i valutaskulden angavs till 25 miljarder kronor 2006 med oförändrad inriktning 2007 och 2008. Från detta riktvärde tilläts Riksgäldskontoret att avvika med ± 15 miljarder kronor. I sådana strategiska beslut skall kostnader och risk vägas in.

I riktlinjebeslutet för 2006 gjorde regeringen ytterligare preciseringar för realskulden och slog fast den nedre intervallgränsen 20 procent som måandel för den reala skulden. Skälet var främst att regeringen ville minska osäkerheten i hur den framtida fördelningen mellan den reala och den nominella upplåningen på kronobligationsmarknaden skulle komma att se ut². Detta ansågs vara särskilt viktigt i tider då lånebehovet krymper och statsskulden är under anpassning till en kortare löptid (som under 2005). I bakgrunden låg en omsorg om den nominella obligationsmarknaden eftersom utbudet av reala och nominella instrument kan ses som kommunicerande kärl. Regeringen ansåg dessutom att stocken realobligationer började närma sig den kritiska massa som kan anses tillräcklig för att uppnå stabila emissionsförhållanden och funktionalitet på marknaden för reala instrument. Sammantaget talade detta för en något långsammare uppbyggnad av realstocken framöver. Regeringen betonade dock att det även fortsättningsvis var Riksgäldskontorets uppgift att väga ökningstakten i real upplåning mot efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för de andra skuldslagen med beaktande av risk.

Utvecklingen av skuldsammansättningen och några slutsatser

Under utvärderingsperioden 2002–2006 har valutaandelen minskat från 31 till 21 procent och realskulden ökat från 13 till 17 procent. I absoluta tal innebär detta en minskning av valutaskulden med över 100 miljarder

² Skillnaden mellan 20 respektive 25 procentig andel för realskulden uppgick vid tillfället till ca 60 miljarder kronor.

kronor (till 266 miljarder kronor, se även siffror i tabell 3.3) och en ökning av realskulden med närmare 60 miljarder kronor (till 217 miljarder kronor).

Enligt tabellen nedan har räntekostnaderna för valutaskulden nästan halverats under perioden 2002–2006. Detta är främst en effekt av kronans förstärkning och internationellt fallande räntor under perioden och är därmed inte något som direkt kan kopplas till regeringens riktlinjebeslut. Regeringens politik att reducera volymen valutaexponerad skuld torde dock ha bidragit till att minska skuldräntorna och statsbudgetens sårbarhet för kraftiga försvagningar av den svenska kronan.

Tabell 4.2: Statsskuldens kostnader (miljarder kronor).

	2002	2003	2004	2005	2006
Räntekostnader på lån i svenska kronor	71	51	52	49	52
Räntekostnader på lån i utländsk valuta	39	29	23	24	23
Realiserade valutadifferenser	7	4	5	-10	6
Realiserade kursdifferenser	4	4	14	8	6
Orealiserade valutadifferenser	-18	-15	-5	22	-15
Över-/underkurs vid emission m.m.	-7	-3	-9	-7	-7
Summa kostnader	96	70	81	86	65
Ränteintäkter i upplåningsverksamheten	-39	-32	-27	-27	-28
Orealiserade valutavinster (-)/förluster (+), skuldskötselinstrument	-14	-3	-5	8	-9
Nettokostnader inkl. skuldskötselåtgärder	43	35	49	67	28

Källa: Årsredovisning för staten 2006 (skr. 2006/07:101)

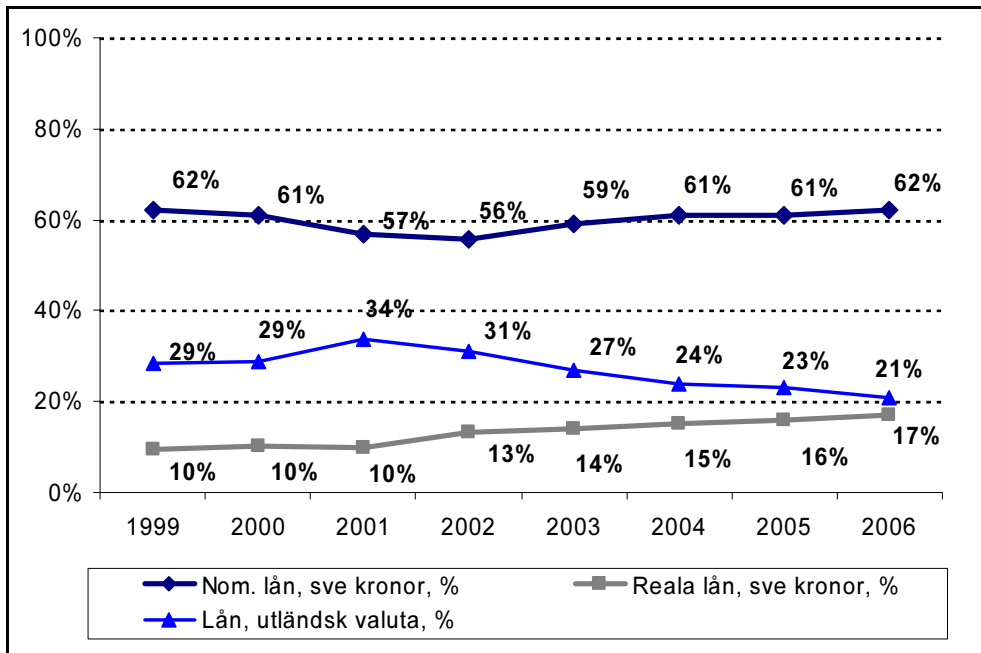
Det kan naturligtvis diskuteras om minskningen av valutaskulden gått tillräckligt snabbt. Till exempel visade utvecklingen under 2005 hur ett budgetöverskott på 14 miljarder kronor kan förvandlas till en ökad statsskuld med 51 miljarder kronor, bl.a. till följd av att kronförsvagningen 2005 pressade upp värdet på valutaskulden med 29 miljarder kronor. Det omvända hände 2006.

Regeringen anser att den långsiktiga amorteringstakten av valutaskulden, som i regel uppgått till 25 miljarder kronor per år, utgjort en rimlig avvägning mellan att markant reducera valutaskulden och de lånebehovsprognoser som vid beslutstillfällena funnits tillgängliga. De avvikelser från den långsiktiga inriktningen som gjordes åren 2001 och 2002 motiverades av att undvika dyr valutaväxling i utbyte mot en risk för ökade kostnader i framtiden.

Sammantaget anser regeringen att diversifieringen har lett till minskad risk och ökad robusthet i statsskulden. Statens förmåga att hantera olika statsfinansiella utvecklingar har ökat.

Diagram 4.1: Statsskuldens sammansättning (procent).

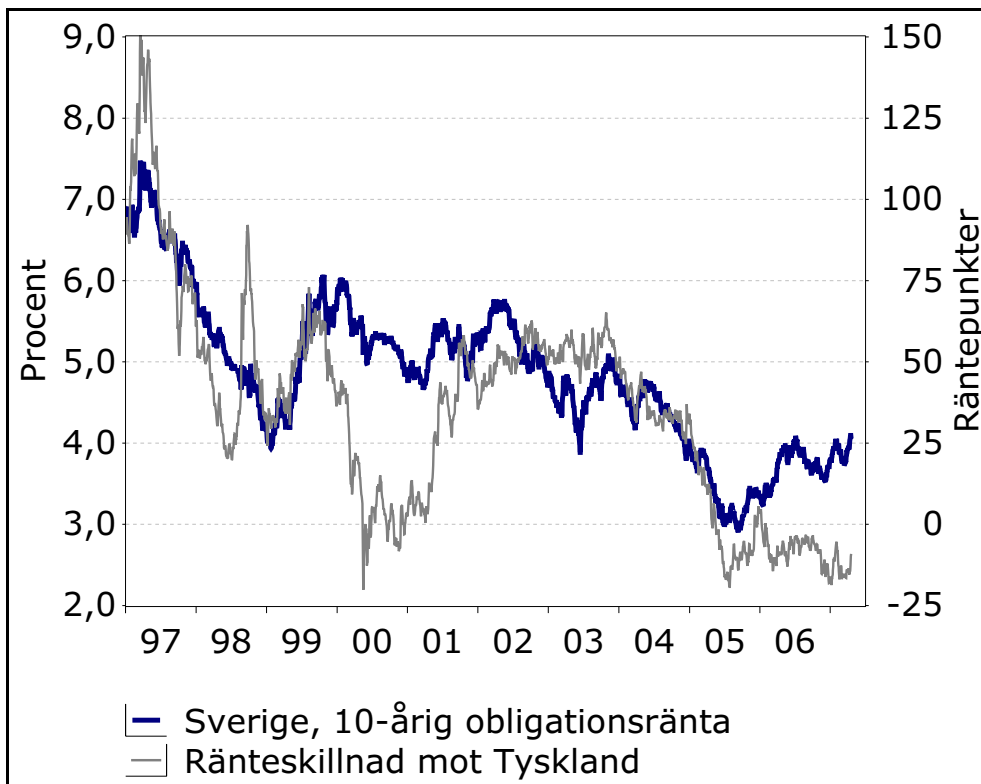
Skr. 2006/07:104



Källa: Riksgäldskontoret

Även ur ett kostnadsperspektiv synes inriktningen att minska valutaskulden ha varit rationell. Svenska räntespreddar mot omvärlden har stabiliserats och svenska räntor är sedan 2005 t.o.m. lägre än tyska räntor. Kostnadsskålen för valutaupplåning har därmed i allt väsentligt bortfallit.

Diagram 4.2: Svensk tioårsränta och ränteskillnad mot tysk tioårsränta (procent och räntepunkter).



Källa: Ecowin

För den reala upplåningen pekar preliminära beräkningar på kostnadsbesparingar på upp till 19 miljarder kronor jämfört med nominella statsobligationer med motsvarande löptider sedan 1996. Kostnadsbesparingar för de realobligationer som förfallit har också visat på stora vinster. Främst är detta en effekt av fallande inflation och oväntat låga inflationsutfall under perioden. Resultatet beror därför i stor utsträckning på faktorer som regeringen inte har vägt in i beslutet att öka realandelen. Det bör dessutom betonas att det är Riksgäldskontoret som svarar för att anpassa takten i den reala upplåningen mot efterfrågan och kostnaden med beaktande av risk i andra skuldslag.

Riktlinjebeslutet för 2006 – den genomsnittliga löptiden i statsskulden

En nyckelfråga för regeringen i avvägningen mellan förväntad kostnad och risk i statsskuldspolitiken är lutningen på den svenska avkastningskurvan i ett långsiktigt perspektiv. Under 2000-talet har regeringen agerat utifrån antagandet att avkastningskurvan på den svenska räntemarknaden i genomsnitt har en positiv lutning, dvs. räntorna i de kortare segmenten är lägre än i de längre löptiderna. Regeringen har därför med stöd av främst kostnadsargument förkortat den genomsnittliga löptiden i skulden. Senast skedde det 2005 då den genomsnittliga löptiden minskade från 2,7 år till 2,5 år i slutet av 2005 (mätt i termer av duration), just med kostnadsargument som stöd.³

Inför riktlinjebeslutet för 2006 behölls löptiden i princip oförändrad samtidigt som regeringen noterade att svensk räntemarknad under senare tid präglats av några ovanliga förhållanden⁴. Efterfrågan på långa svenska nominella obligationer föreföll vara relativt stark och lutningen på den svenska avkastningskurvan minskade under 2005. Detta och att Sverige hade en negativ räntedifferens mot europeiska obligationsräntor pekar mot en relativt stark efterfrågan på obligationer med lång löptid. De långa obligationsräntorna, såväl i Sverige som i många andra länder, noterades på historiskt låga nivåer.

Några andra möjliga förklaringar till utvecklingen var att asiatiska länders sparandeöverskott kanaliserats till amerikanska och europeiska obligationsmarknader samt att privat pensionssparande i ökad utsträckning placeras i långa nominella obligationer. Även centralbankers köp av amerikanska och europeiska statspapper brukar nämnas i sammanhanget. Låga inflationsutfall gav samtidigt utrymme för att hålla styrräntor på låga nivåer, vilket bidragit till god likviditet på marknaden. Även mer specifikt svenska förhållanden spelade in såsom spekulationer kring effekterna av den nya tillsynsmodellen för livförsäkringsbolag som Finansinspektionen införde vid årsskiftet 2005/06. Sammantaget befanns det ovanligt att ränteskillnaden mellan lång och kort löptid är så pass liten samtidigt som de korta räntorna ligger på en låg nivå.

Inför riktlinjebeslutet 2006 resonerade därför regeringen om den svenska avkastningskurvas avtagande lutning under 2005 och noterade

³ Samtidigt pekade regeringen på att övergången till nytt solvenssystem för försäkringsföretag kan komma att påverka efterfrågan på långa obligationer och att betydande förändringar i marknadsmiljön kommer att beaktas i kommande riktlinjebeslut.

⁴ Inför 2006 beslutade regeringen att byta löptidsdefinition från duration till genomsnittlig räntebindningstid (GRT). Syftet med bytet var att underlätta styrningen av statsskulden.

att fenomenet i sig kunde tänkas utgöra ett motiv för att förlänga genomsnittlig löptid i statsskulden. En avtagande lutning på avkastningskurva innebär – allt annat lika – att det blir billigare att minska risken genom att förlänga löptiden i den nominella delen av statsskulden.

I ställningstagandet för 2006 pekade dock regeringen på att lutningen på avkastningskurvan i dess helhet i ett historiskt perspektiv inte kan betecknas som särskilt flack, i alla fall inte i löptider upp till tio år. Det var också osäkert hur länge kurvans flackhet kan tänkas bestå. Flera faktorer, såsom väl förankrade inflationsförväntningar och förändrade demografiska sparandemönster, talade för att strukturella förändringar i efterfrågan på långa obligationer kan vara på väg. Det ansågs dock för tidigt att avgöra om förändringarna var av varaktig karaktär eller inte. Utöver detta innebar de allt ljusare utsikterna för statsfinanserna att behovet av riskreducering i statsskuldspolitiken var mindre än tidigare. Statsfinanserna bedömdes fortsätta att utvecklas väl med ett lånebehov och en statsskuld i termer av BNP som faller de närmsta åren. En fortsatt riskdiversifiering via en ökad andel realskuld bedömdes bidra i samma riktning.

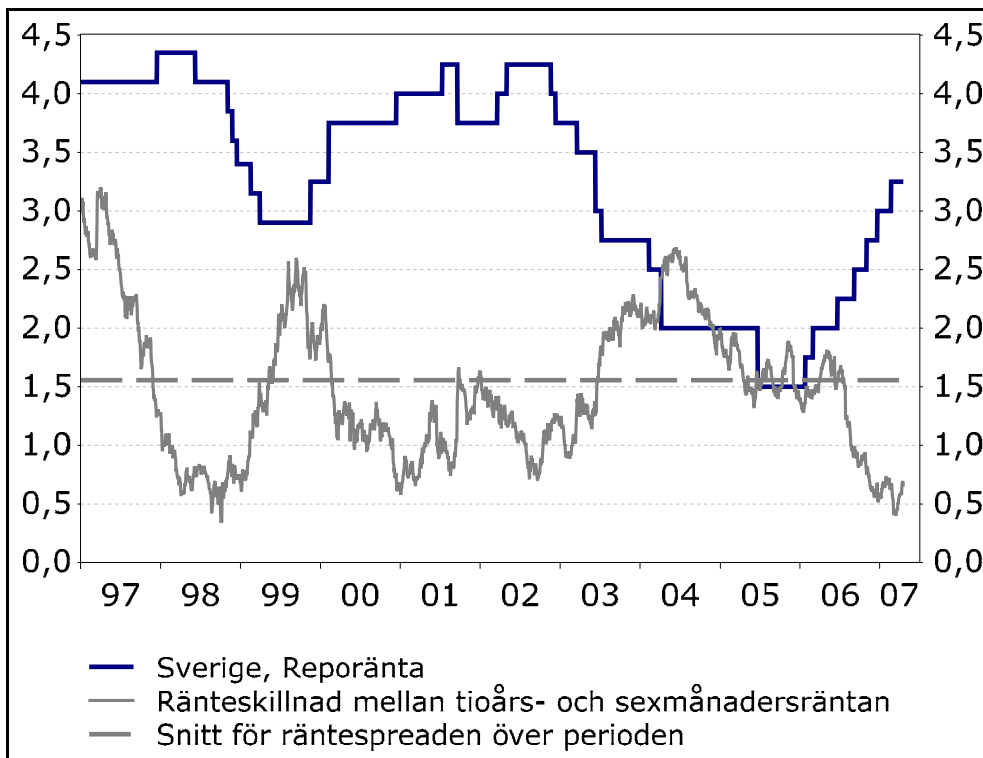
Sammantaget ansåg regeringen ur ett statsskuldspolitiskt perspektiv att skälen var otillräckliga eller alltför osäkra för att kunna motivera en förlängning av löptiden i den nominella skulden. Regeringen pekade även på att möjligheterna för mindre skuldförvaltare, såsom Riksgäldskontoret, att skapa god likviditet i många löptider är begränsade och att förhållandena under 2005 (fallande räntor och stigande målduration, förkortningen av löptiden) varit särskilt besvärliga. I riktlinjebeslutet inför 2007 låg i stort samma argument bakom regeringens beslut att, bortsett från vissa justeringar i styrtekniken, hålla löptiden i den nominella kronskulden oförändrad.

Utvecklingen i genomsnittlig löptid och några slutsatser

Utvecklingen under 2006 och i början av 2007 skiljer sig från vad regeringen prognostiserat. Medan korta räntor utvecklats som väntat har de längre räntorna varit fortsatt låga. Trots att de längre obligationsräntorna bottnade sommaren/hösten 2005 har den svenska avkastningskurvan fortsatt att plana ut. Ett skäl till detta är att Riksbanken lagt om penningpolitiken i åtstramande riktning sedan januari 2006. Ett annat skäl är att uppgången i de längre räntorna varit mer begränsad än regeringen förväntat sig. Spreaden mellan svensk sexmånadersränta och den tioåriga obligationsräntan var endast drygt 0,5 procent vid årsskiftet 2006/07, betydligt under den genomsnittliga nivån på 1,5 procent för den senaste tioårsperioden.

Diagram 4.3: Svensk tioårs- och reporänta samt räntedifferens tioårs- och sexmånadersränta (procent).

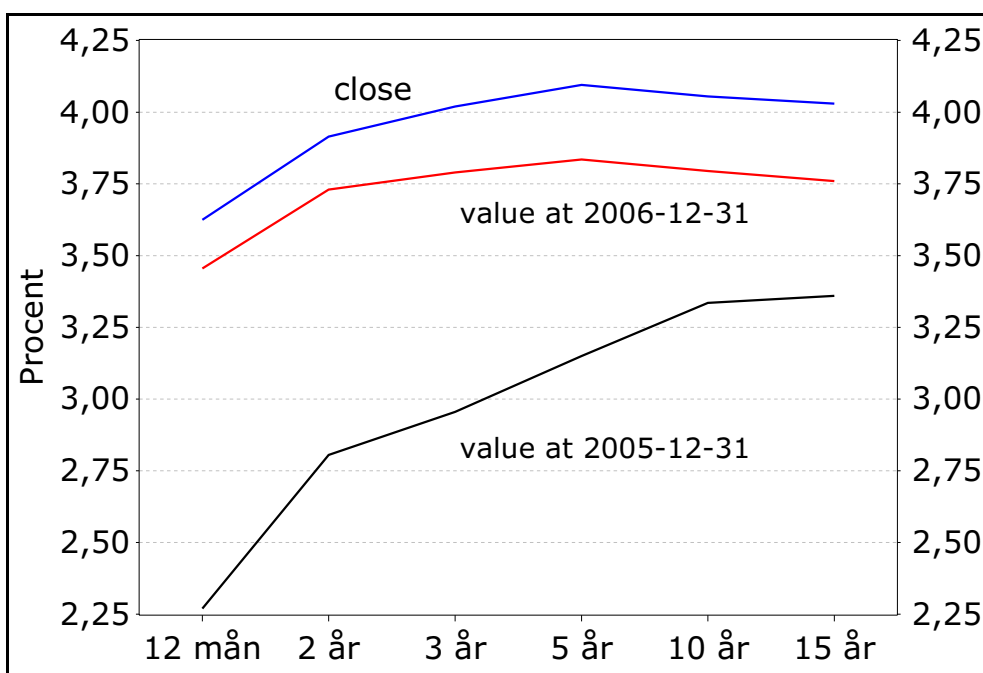
Skr. 2006/07:104



Källa: Ecwin

Den avtagande lutningen på den svenska avkastningskurvan har därmed visat sig mer varaktig än tidigare förväntat, särskilt beaktande den starka tillväxt som råder såväl globalt som i Sverige. Detta avspeglar sig även i den starka utvecklingen för statens finanser och budgetsaldo. Regeringen följer den fortsatta utvecklingen och kommer i vanlig ordning att ta upp överväganden om skuldens löptid i riktlinjebeslutet för 2008.

Diagram 4.4: Svensk avkastningskurva vid olika tidpunkter (procent).



Källa: Ecwin

Sedan 2000 har regeringen kvantitativt utvärderat löptidsbesluten genom att jämföra en portfölj efter löptidsförkortningen med en status quo-portfölj vid beslutstillfället. I förra årets skrivelse redovisades en besparing av löptidsförkortning för perioden 2000–2004 på drygt 2 miljarder kronor, men det påpekades samtidigt att den långsiktigt årliga kostnadsbesparingen av löptidsförkortningen troligtvis är betydligt lägre. Alternativa beräkningar baserade på steady-state-portföljer, dvs. portföljer vars förfalloprofil inte ändras över tiden, pekar mot en kostnadsbesparing på i storleksordningen 250 miljoner kronor per år, vilket sannolikt bättre speglar den långsiktiga kostnadsbesparingen.

Förkortningen har från 2,7 till 2,5 år under 2005 av löptiden enligt Riksgäldkontorets beräkningar lett till en besparing på 0,3–0,4 miljarder kronor. Besparingen för 2006 är betydligt lägre än 2005 och beräknas till 0,1 miljard kronor. Det främsta skälet till detta är att den positiva lutningen på den europeiska och svenska avkastningskurvan minskade betydligt under 2006.

Regeringen har tidigare påpekat att man bör vara försiktig med att dra långtgående slutsatser av ovanstående beräkningar, eftersom de baseras på stiliserade portföljer med förenklade antaganden. Till det kommer att så länge avkastningskurvan har en positiv lutning kommer en neddragning av skuldens löptid alltid att generera ett positivt resultat. Man bör då komma ihåg att den genomsnittliga ränteskillnaden mellan den svenska tioårsräntan och sexmånadersräntan sedan 1997 är 1,5 procent och att negativ lutning på avkastningskurvan endast inträffat vid ett tillfälle de senaste femton åren (januari–februari 1994). Detta ger stöd åt regeringens uppfattning att löptidsförkortningarna, åtminstone t.o.m. 2006, medfört sänkta kostnader för skuldförvaltningen. Den förväntade lägre räntekostnaden av en kortare upplåning skall alltid vägas mot en ökad refinansieringsrisk till följd av att en större andel av statsskulden omsätts varje år. Förändringar i marknadsräntorna får då ett relativt större genomslag på skuldens emissionsräntor. Löptiden i skulden får inte förkortas så mycket att skuldräntorna blir ett problem om räntorna skulle utvecklas på ett oväntat sätt. En tillbakablick på ränteutvecklingen under utvärderingsperioden visar att denna risk inte har materialiserats.

Regeringen bedömer mot den angivna bakgrunden att besluten om löptiden varit väl avvägda. Den förkortning av statsskuldens löptid som gjordes under 2005, och som bibehölls under 2006, förefaller ha gjorts i ett gynnsamt läge och beräknas ha minskat lånekostnaderna för den svenska staten.

5 Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut

Skr. 2006/07:104

5.1 Riksgäldskontorets fördelning av skulden på olika skuldslag

Regeringens bedömning: Regeringen anser att de amorteringsbeslut som fattats av Riksgäldskontoret varit välgrundade, både ur kostnads- och risksynpunkt. Besluten att skjuta på en del av amorteringarna av valutaskulden 2005 och 2006 beräknas så långt ha lett till kostnadsbesparingar på i storleksordningen 0,4 miljarder kronor.

Bakgrund: Utvärderingen av Riksgäldskontorets strategiska beslut avser de interna riktlinjer och ramar som fastställs av styrelsen. Dessa omfattar flera centrala ställningstaganden, bl.a. hur styrelsen, inom ramen för det statsskuldspolitiska målet och regeringens riktlinjer, fördelar skulden mellan de olika skuldslagen, dels via valutaamorteringsmandatet, dels via riktlinjer för den reala upplåningen.

I regeringens riktlinjebeslut anges ett riktvärde för hur mycket Riksgäldskontoret skall amortera på valutaskulden varje år och ett intervall kring riktvärdet inom vilket kontoret har möjlighet att avvika. Sedan 2000 har avvikelseintervallet från riktvärdet angetts till ± 15 miljarder kronor. Baserat på detta mandat har Riksgäldskontoret 2001 och 2002 samt 2005 och 2006 valt att avvika från riktvärdet. De förstnämnda åren utvärderades slutligt i förra årets skrivelse vilket innebär att framställningen nedan koncentreras till åren 2005 och 2006.

För den reala skuldandelen har regeringen inte angett något specifikt belopp utan endast att andelen realskuld långsiktigt skall öka. För 2006 angavs målandelen till 20 procent av den totala statsskulden. I vilken takt målet ska uppnås har delegerats till Riksgäldskontoret. Kontoret har i sin tur funnit det lämpligt att besluten om den reala skulden hanteras på operativ nivå, eftersom det kan vara svårt att på strategisk nivå ange mer preciserade riktlinjer för detta. På så sätt uppnås erforderlig flexibilitet för att kunna anpassa emissionerna av reallån till rådande marknadsförhållanden. Det innebär också att regeringens utvärdering av den reala skulden sker på operativ nivå (se avsnitt 6.3).

Riksgäldskontorets avvikelser från riktvärdet för valutaamortering 2005 och 2006

För 2005 och 2006 angav regeringen att valutaskulden skulle amorteras med 25 miljarder kronor per år med möjlighet för kontoret att avvika med ± 15 miljarder kronor. Mot bakgrund av den svaga utvecklingen för den svenska kronan valde Riksgäldskontoret i november 2005 att utnyttja flexibiliteten i amorteringsmandatet.

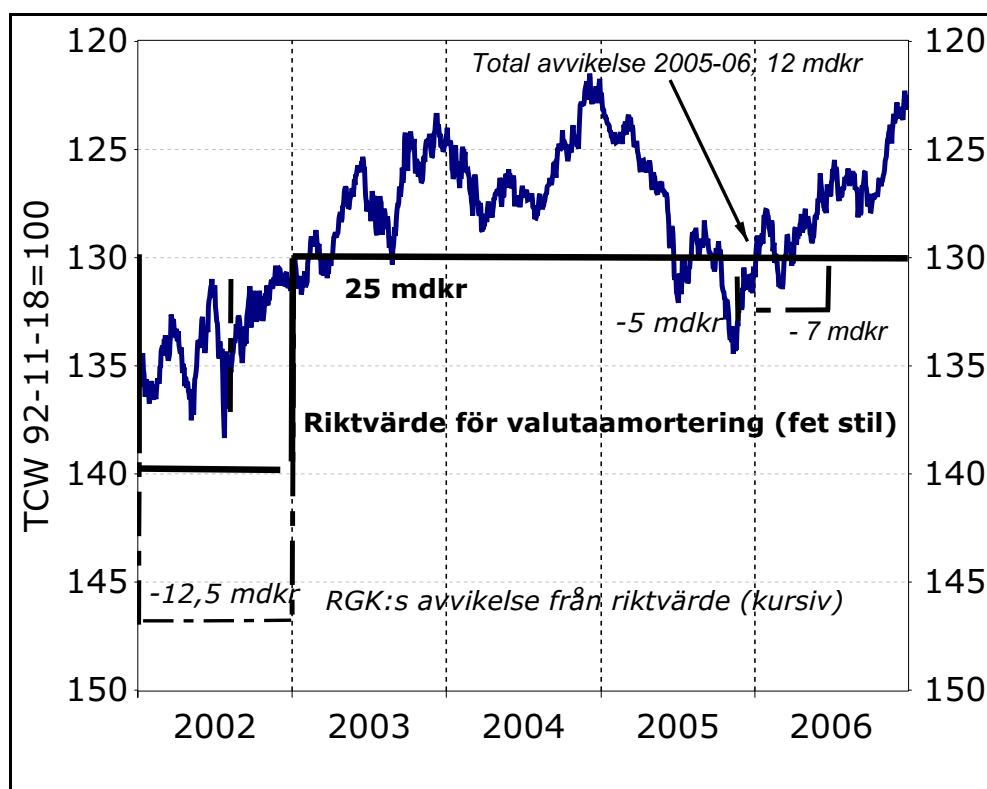
Som skäl angavs att kronan under hösten 2005 försvagats mot både den amerikanska dollarn och euron, sannolikt påverkad av att Riksbanken höll reporäntan på låg nivå samtidigt som ECB signalerade en stramare penningpolitik. Kronförsvagningen framstod enligt Riksgäldskontoret som temporär och den svenska kronan som

undervärderad. Genom att skjuta amorteringar till perioder då kronan är starkare hoppades Riksgäldskontoret minska kostnaderna för statsskulden.

För december 2005 drogs amorteringstakten ned med 5 miljarder kronor samtidigt som amorteringen 2006 drogs ned med 15 miljarder kronor i årstakt, vilket motsvarar 1,25 miljarder kronor per månad. Den planerade valutaupplåningen ökades i motsvarande grad.

I juni beslutade Riksgäldskontoret, efter att kronan markant stärkts, att återgå till en amorteringstakt på 25 miljarder kronor i årstakt. För 2006 stannade avvikelserna vid 7 miljarder kronor, vilket innebär att den totala avvikelserna december 2005 t.o.m. juni 2006 blev 12 miljarder kronor.

Diagram 5.1: Växelkursutvecklingen och beslutade amorteringsbanor för valutaskulden 2002–2006 (TCW-index och miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret och Riksbanken.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets beslut om avvikelser från amorteringsriktmärket skall i första hand motiveras av kostnadsskäl och baseras på strategiska, långsiktiga bedömningar av kursutvecklingen för den svenska kronan. De skall också främst utvärderas i det perspektivet. I princip är en slutlig beräkning av resultatet av de uppskjutna amorteringarna möjlig först när Riksgäldskontoret amorterat motsvarande belopp över riktvärdet för valutaamorteringen. En sådan utvärderingsmetod är dock inte meningsfull, eftersom det kan dröja godtyckligt lång tid innan amorteringar över riktvärdet blir aktuella. Regeringen har därför förordat att den slutliga bedömningen görs då tillräckligt lång tid förflutit, t.ex. en hel konjunkturcykel. Svårigheterna att bedöma vad som utgör en hel konjunkturcykel gör det dock mer praktiskt att sätta punkt året innan ett avvikelsebeslut faller ur den rullande femåriga utvärderingsperioden.

Av dessa skäl utvärderades amorteringsavvikelserna 2001 och 2002 slutligt i förra årets skrivelse. Kostnadsbesparingen med anledning av besluten beräknades till i storleksordningen 1,2 miljarder kronor.

När det gäller 2005 och 2006 valde Riksgäldskontoret att avvika från regeringens riktvärde med ungefär 12 miljarder kronor för perioden. En beräkning baserat på genomsnittligt TCW-index under avvikelseperioden (index 129,7) jämfört med genomsnittligt TCW-index för andra halvåret 2006 (index 125,8), pekar mot minskade lånekostnader på 0,4 miljarder kronor.⁵ Det bör dock understrykas att resultatet är preliminärt.

Vad gäller grunderna för besluten så framstår Riksgäldskontorets bedömning som rimlig. Kronans försvagning under 2005 framstod som överdriven i förhållanden till vad som långsiktigt motiveras av ekonomiska fundamenta. Svensk ekonomi förväntas fortsätta växa starkt, bl.a. med en snabbare tillväxt än i euroområdet. I linje med detta förväntas Riksbanken föra en stramare penningpolitik än den europeiska centralbanken, vilket bör ge stöd till den svenska kronan de närmaste åren. Även en stark statsfinansiell utveckling kan förväntas bidra till kronstyrka.

Ur riskhänseende kan man säga att staten, till följd av besluten att skjuta på valutaamorteringarna, tagit på sig en relativt större risk eftersom återstående valutaskuld blev större än tänkt. Vid eventuell framtida kronförsvagning medför en stor valutaskuld en risk för högre räntekostnader och ökade lånekostnader vid eventuell amortering av ”överskjutande” valutaskuld. Utvecklingen illustrerar risken och sårbarheten med en stor valutaskuld i tider av hög kronvolatilitet. Icke desto mindre finns det goda skäl för staten att försöka undvika att amortera på valutaskulden när kostnaderna framstår som onormalt höga.

Sammantaget anser regeringen att de amorteringsbeslut som fattades av Riksgäldskontoret 2005 och 2006 varit välgrundade, både ur kostnads- och risksynpunkt.

5.2 Löptiden i den nominella skulden

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets strategi med olika löptid i kron- och valutaskulden kan för åren 2002–2006 anses motiverad jämfört med om det i riktlinjerna angivna löptidsriktvärdet använts i båda skuldslagen. Valet att inte avvika från regeringens riktvärde för den genomsnittliga löptiden i den nominella skulden bedöms som rimligt.

Bakgrund: Inför 2006 beslutade regeringen att byta löptidsdefinition från duration till genomsnittlig räntebindningstid (GRT). Syftet med bytet var att underlätta styrningen av statsskulden. Regeringens löptidsriktvärde för den nominella skulden fastställdes till 3,1 år för 2006 vilket i allt väsentligt innebar oförändrad löptid i termer av duration och jämfört med riktvärdet för 2005. Inriktningen för 2007 och 2008 är att löptiden skall vara oförändrad.

⁵ TCW-index har visat sig vara en god approximation till ett växelkursindex beräknat på ingående valutors respektive vikt i RGK:s riktmärke för valutaskulden.

Riksgäldskontorets styrelse beslutade inför 2006, liksom man gjort tidigare år, att tillämpa skilda löptider i de nominella skuldslagen. Den samlade löptiden på 3,1 år fördelades därför med 3,5 år i den nominella kronskulden och 2,1 år i valutaskulden. Bland motiven finns att på så sätt upprätthålls en mer likvid inhemsk obligationsmarknad. Samtidigt ger det utrymme för att hålla nere statens lånekostnader.

Riksgäldskontoret hade även under 2006 ett mandat att ta positioner på svensk räntemarknad. Inför 2006 omdefinierades måttet till att ge Riksgäldskontoret möjlighet att ta räntepositioner på maximalt 0,5 år i termer av duration. Mandatet täckte såväl strategisk som operativ nivå och ger kontoret ett visst utrymme att ta strategiska positioner baserade på bedömningar av den långsiktiga ränteutvecklingen. Strategiska positioner skall utvärderas i termer av marknadsvärden eller dess påverkan på genomsnittliga emissionsräntor. Om kontoret väljer att inte ta en position, skall skälen för detta redovisas.

Liksom tidigare valde Riksgäldskontoret att inte ta några strategiska räntepositioner under 2006. Kontoret noterar att flera marknader, inklusive den svenska, uppvisade inverterade räntekurvor i de längre löptidssegmenten i slutet av 2006. Ett sådant läge skulle kunna motivera en tillfällig förlängning av löptiden i statsskulden men det kräver även en tro på att ränteläget avviker från ett långsiktigt normalläge och inom kort kommer att förändras markant. Riksgäldskontoret bedömde dock att de långa räntorna inte kommer att gå upp tillräckligt mycket eller tillräckligt snart för att motivera en strategisk ränteposition.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen gör i allt väsentligt samma bedömning som föregående år. Riksgäldskontorets skäl för att ha skilda löptider i den nominella kronskulden och valutaskulden är främst likviditetsmässiga och avser att möjliggöra emission av en större andel obligationer i långa löptider. På detta sätt främjar Riksgäldskontoret likviditeten i obligationsmarknaden och på sikt även lägre upplåningskostnader för staten. Detta kan anses ha varit särskilt viktigt under de senaste åren med tanke på de diskussioner om sänkta långa räntor som förts i samband med EU:s tjänstepensionsdirektiv och införandet av ett nytt tillsynsverktyg för livförsäkringsbolag vid årsskiftet 2005/2006.

Regeringen har tidigare bedömt att de kostnads- och riskmässiga effekterna av olika löptider i nominell kronskuld och valutaskuld är små. Denna slutsats kvarstår även om nya stiliserade beräkningar från Riksgäldskontoret pekar mot att en längre löptid i kronskulden periodvis kan medföra högre kostnader än om samma löptid används i båda skuldslagen. En längre löptid i kronskulden och därmed högre likviditet i längre räntesegment förväntas då bidra till att minska eventuella likviditetspremier på marknaden. Vinsterna av detta är svåra att skatta och ingår inte i de stiliserade beräkningar som gjorts. Regeringens samlade bedömning är fortsatt att fördelarna med en längre löptid i kronskulden överväger och att Riksgäldskontoret därmed bidragit till att sänka kostnaderna för statsskulden och till en god marknadsvård.

Regeringen har tidigare betonat att Riksgäldskontorets möjlighet att ta strategiska positioner på svensk räntemarknad bör utnyttjas restriktivt. På grund av sin dominerade ställning riskerar kontoret att påverka prisbildningen på svensk räntemarknad och långsiktigt fördyra upplåningen. Regeringen har därför delat kontorets uppfattning att

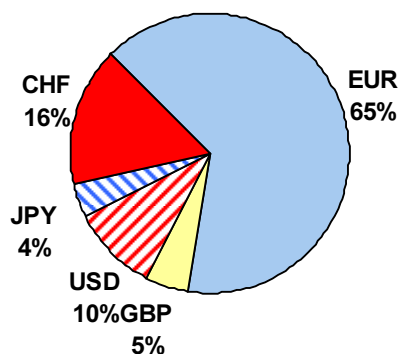
sådana positioner i första hand bör tas på utländska marknader där stora transaktioner kan göras utan att prisbilden påverkas. Regeringen bedömer att de skäl som Riksgäldskontoret anfört för att inte ta strategiska räntepositioner 2006 är rimliga. Regeringen valde även att inför 2007 stänga möjligheten för Riksgäldskontoret att ta strategiska räntepositioner på svensk räntemarknad, just med argumentet att prisbilden riskerar att påverkas.

5.3 Valutasammansättningen i riktmärket för valutaskulden

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets val av nytt riktmärke för valutaskulden perioden 2006–2008 förefaller rimligt. Det ökade inslaget av schweizerfranc i riktmärket har hittills utfallit positivt.

Bakgrund: Regeringen har delegerat till Riksgäldskontoret att bestämma hur valutafördelningen i valutaskulden skall se ut. Riksgäldskontoret har valt att se över fördelningen i riktmärket för valutaskulden vart tredje år. Inför 2006 fastställde Riksgäldskontorets styrelse ett nytt riktmärke för perioden 2006–2008. I det nya riktmärket ökades andelen schweizerfranc ytterligare på dollarns och brittiska pundets bekostnad. Valutafördelningen visas i diagrammet nedan.

Diagram 5.2: Valutaskuldens valutafördelning perioden 2006–2008.



Källa: Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontoret har traditionellt strävat efter låg risk i valet av valutasammansättning i riktmärket, dvs. att minimera risken för fluktuationer i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor. Skälet är att riskegenskaperna historiskt har varit mer stabila än kostnads-egenskaperna. Kostnadsaspekterna har dock på senare tid fått allt större vikt i valet av riktmärke och de senaste åren har avsteg gjorts från den riskminimerande fördelningen som uttryckligen motiverats av kostnads-hänsyn.

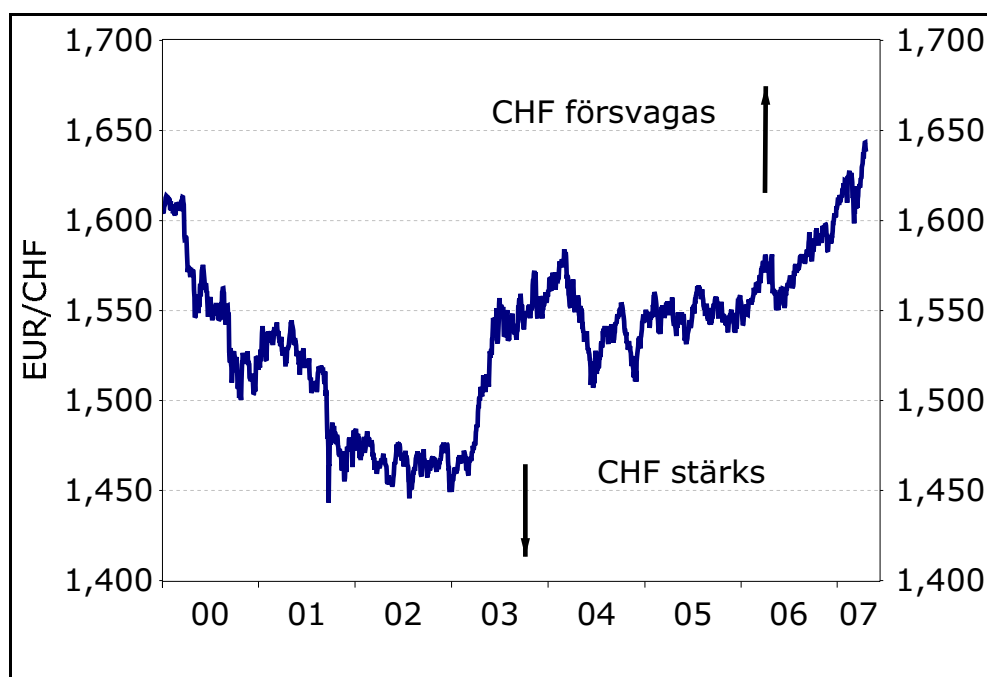
Exempel på detta är 2000 då andelen skuld i schweizerfranc i dåvarande riktmärke ökades från 4 till 9 procentenheter på bekostnad av andelen skuld i euro. Beslutet baserades på bedömningen att upplåning i schweizerfranc till följd av den systematiskt låga räntenivån i Schweiz långsiktigt skulle ge en lägre kostnad än motsvarande skuld i euro,

samtidigt som risken i statskulden endast skulle öka marginellt. Analysen visade att det såväl under kortare perioder som under den senaste tjugoårsperioden har varit billigare att låna i schweizerfranc än i övriga europeiska valutor. Kontoret bedömde också att ränteskillnaden skulle bestå och att ränteskillnaden inte fullt ut skulle motverkas av en förstärkning av schweizerfrancen.

Bakom ökningen i schweizerfranc i 2006 års riktmärke ligger i stort samma resonemang.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har tidigare lagt tonvikten på att minimera risken i sammansättningen av valutaskulden. Under 2000-talet har inslagen av kostnadshänsyn ökat genom att andelen schweizerfranc ökat från en låg andel på 4 procent av valutaskulden till 16 procent i nuvarande riktmärke. Att så skett har flera orsaker, t.ex. att den förändring av riktmärket som gjordes år 2000 visat sig falla väl ut. Förändringen utvärderades slutgiltigt i förra årets skrivelse och beräknades ha sparat 0,9 miljarder kronor vid jämförelse med ett riskminimerat valutariktmärke. Riksgäldskontorets bedömning att den låga upplåningsräntan i genomsnitt skulle dominera över en apprecierad schweizerfranc visade sig vara korrekt.

Diagram 5.3: Växelkursutveckling Schweizerfranc mot euro (EUR/CHF)



Källa: Ecwin

Denna inriktning har fortsatt i det nya riktmärket där en ytterligare ökning av andelen schweizerfranc enligt Riksgäldskontorets beräkningar innebär ett oförändrat risktagande med en viss sänkning av de förväntade kostnaderna i valutaskulden. En risk i handeln med s.k. lågräntevalutor är att snabba och permanenta skift i valutakurser snabb kan utadera år av upparbetade räntevinster. Ett exempel på detta är september 2001 då attackerna mot World Trade Center i New York startade en "flykt till kvalitet" och en kraftig appreciering av schweizerfrancen. Så långt har dock ökningen av andelen schweizerfranc i nuvarande riktmärke varit lyckosam eftersom francen har försvagats sedan 2005 och låga

räntenivåer fortsatt gynnat upplåning i schweizerfranc. Riksgäldskontorets beräkningar pekar mot en besparing på 400 miljoner kronor jämfört med 2005 års riktmärke.

Skr. 2006/07:104

5.4 Strategiska valutapositioner

Regeringens bedömning: Regeringen har inget att anmärka mot att Riksgäldskontoret inte har tagit några nya strategiska valutapositioner under 2006.

Bakgrund: Riksgäldskontoret har inom ramen för ett begränsat risktagande möjlighet att bedriva aktiv förvaltning i utländsk valuta. Syftet är att sänka statens kostnader genom att ta kortsiktiga ränte- och valutapositioner på de internationella finansiella marknaderna. Styrelsen anger interna riktlinjer för den reguljära aktiva förvaltningen. I de fall en position bedöms vara för stor för att hanteras i den aktiva förvaltningen och av mer varaktig karaktär kan beslutet i stället fattas av styrelsen. Sådana positioner benämns strategiska valutapositioner och utvärderas på samma sätt som kontorets operativa valutaförvaltning, dvs. genom löpande resultatuppföljning i marknadsvärdestermerna. Resultatet anger i vilken mån positionerna visar vinst eller förlust.

Riksgäldskontoret har inte funnit grund för att ta några strategiska valutapositioner under 2004–2006.

Skälen för regeringens bedömning: Under 2000-talet har Riksgäldskontoret vid ett tillfälle valt att utnyttja obalanser på de internationella ränte- och valutamarknaderna för att ta en strategisk position. I december 2000 ökades andelen skuld i amerikanska dollar på bekostnad av andelen euro till ett belopp om 24 miljarder kronor (motsvarande 6 procent av valutaskulden vid den tiden). Positionen avvecklades successivt och stängdes slutligen 2003.

Regeringen har vid upprepade tillfällen pekat på den strategiska dollarpositionen som ett gott exempel på när Riksgäldskontoret, baserat på en solid analys, anpassat sin upplåning till rådande marknadsläge och dessutom med ett mycket positivt resultatutfall. Den samlade vinsten av positionen har beräknats till 4,5 miljarder kronor.

Regeringen har dock också konstaterat att sådana marknadslägen, som det som gjorde den strategiska dollarpositionen möjlig, endast kan väntas uppstå vid enstaka tillfällen. Att Riksgäldskontoret under 2006 inte tagit några nya strategiska valutapositioner ger därför ingen anledning till kritik.

5.5 Marknads- och skuldvard i kronskulden

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets principer för marknads- och skuldvarde är rimliga och ger goda förutsättningar för att minska lånekostnaderna för statsskulden.

Bakgrund: Riksgäldskontoret är den dominerande aktören på penning- och obligationsmarknaden och har i uppgift att inom ramen för

det övergripande målet för statsskuldspolitiken med marknads- och skuldvard söka förbättra marknadens funktion. I detta ingår bland annat att skapa en likvid avkastningskurva på den svenska räntemarknaden. Att skapa en attraktiv marknad för investerare är ett medel för att nå målet att långsiktigt minimera kostnaderna för skuldförvaltningen med beaktande av risk. Målet om marknads- och skuldvard fastställdes tidigare i regeringsbrevet till Riksgäldskontoret, men ingår fr.o.m. 2006 i regeringens riktlinjebeslut.

På strategisk nivå handlar marknads- och skuldvard främst om att etablera principer för hur den operativa upplåningen och skuldförvaltningen skall bedrivas. En huvudprincip är en väl genomtänkt upplåningsstrategi där obligationsupplåningen koncentreras till ett begränsat antal löptider (benchmarkobligationer) och effektiva försäljningskanaler upprätthålls. Andra viktiga principer är en öppen, förutsägbar och långsiktig kommunikation med marknadsaktörer, bland annat genom att lämna prognoser över statens framtida lånebehov och finansiering.

Utvärderingar av styrelsens beslut om principer för marknads- och skuldvard avser främst valet av principer, samt om dessa förväntas leda till de eftersträlvande effekterna. Utvärderingen av Riksgäldskontorets operativa aktiviteter avser hur väl uppsatta principer och mål har uppfyllts, dvs. främst de åtgärder (t.ex. repor och byten) som vidtas för att öka likviditeten och minska osäkerheten i svensk statspappersmarknad. Granskningen i denna del redovisas i avsnitt 6.4. Utvärderingen av marknads- och skuldvarlden, särskilt på strategisk nivå, är svåra att kvantifiera. Därför baseras utvärderingen i stor utsträckning på kvalitativa analyser och överväganden.

Skälen för regeringens bedömning: En väl fungerande statspappersmarknad är en viktig förutsättning för att nå det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Riksgäldskontoret har sedan länge vidtagit en rad åtgärder som direkt eller indirekt kan bidra till att långsiktigt sänka de absoluta räntekostnaderna för statsskulden. Hög likviditet är av stor betydelse för att olika investerare skall känna en trygghet på marknaden, och kunna sälja statspapperen till marknadsmässiga priser. En hög likviditet innebär även en lägre likviditetspremie, vilket betyder lägre upplåningskostnader för staten. Som den största låntagaren på den svenska obligationsmarknaden är det viktigt att Riksgäldskontoret agerar långsiktigt och förutsägbart.

Regeringens bedömning är att så också är fallet. Kontorets upplåningsstrategi är väl känd på marknaden. Lånen koncentreras till ett begränsat antal benchmarklån, vilket ökar förutsättningarna för hög likviditet och låg refinansieringsrisk. Riksgäldskontoret har även valt att fr.o.m. 2006 fastställa principerna för skuld- och marknadsvården i ett av styrelsens beslutat dokument om kontorets finans- och riskpolicy, vilket ytterligare ökat transparensen gentemot investerarkollektivet.

Regeringen anser att de mål som har satts upp för marknads- och skuldvarlden är rimliga och de ger goda förutsättningar för att minska lånekostnaderna för statsskulden.

6 Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut

Skr. 2006/07:104

6.1 Upplåning i utländsk valuta

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta genom de val av upplåningsformer som kontoret har gjort. Regeringen bedömer att Riksgäldskontorets växlingar av utländsk valuta fungerat väl under 2006.

Bakgrund: Sedan februari 2000 sköter Riksgäldskontoret valutaförvaltningen med hjälp av två separata portföljer i stället för som tidigare med en enda portfölj. Den ena portföljen, den ”passiva”, utgör den egentliga valutaskulden där skulden placeras på daglig basis enligt riktmärkets valutafördelning och löptidsmål (se även avsnitt 5.3). I den andra portföljen, den ”aktiva”, tas positioner inom de limiter som styrelsen fastställt. Uppdelningen i två portföljer har inneburit en ökad genomlysning och en enklare hantering av den aktiva såväl som den passiva portföljen. Bland annat mäts nu resultatet direkt i de transaktioner som positionerna i den aktiva portföljen tagits med. Den aktiva förvaltningen och dess resultat är därmed frikopplade från hur den passiva portföljen hanteras. I princip skulle aktiv förvaltning enligt nuvarande modell kunna bedrivas även om staten inte hade någon valutaskuld, eftersom den aktiva hanteringen enbart använder sig av derivatinstrument. Den aktiva förvaltningen i utländsk valuta redovisas i avsnitt 6.2.

Under 2006 förföll valutaskuld till ett värde av 62 miljarder kronor. Amorteringstakten uppgick till 18 miljarder kronor, vilket innebär att valutaupplåningen motsvarade 44 miljarder kronor. Valutaupplåningen utfördes på sedvanligt sätt, dvs. genom att emittera obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning) och genom att byta kronupplåning till exponering i utländsk valuta (kron/swappupplåning).

Tabell 6.1: Volymen för de olika upplåningsinstrumenten 2002–2006 (miljarder kronor).

	2002	2003	2004	2005	2006
Förfall av publika lån och privata placeringar	35,4	29,5	21,6	43,4	30,3
Förfall av valutaswappar	18,2	11,2	10,9	18,3	21,5
Realiserade valutadifferenser	6,8	5,2	4,8	-8,0	-6,0
Övrigt	-7,4	-0,2	0,8	0,3	0,6
Commercial Paper (CP) ¹	3,0	0,9	0,0	-3,9	3,9
Summa förfall m.m.	56,1	46,7	38,1	50,1	62,2
Publika lån och privata placeringar	33,1	10,6	10,4	25,3	20,4
Kron-/valutaswappar	21,2	10,6	2,2	4,5	23,2
Summa upplåning	51,0	20,3	12,5	29,9	43,7
Amortering	1,8	25,4	25,2	20,3	18,5

Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Upplåningen via CP avser nettoupplåning, övriga poster avser bruttoupplåning.

Lånevillkoren för direkt valutaupplåning var något mindre gynnsamma än tidigare år. Genomsnittskostnaden var 22 räntepunkter under USD Libor 2006 vilket var mindre förmånligt än 2005 då Riksgäldskontoret lånade till 28 punkter under USD Libor. Den något ökade lånekostnaden beror på att Riksgäldskontoret tagit en position på att kronan skulle stärkas. Positionen innebar att amorteringstakten minskades, dvs. Riksgäldskontoret måste öka sin belåning i utländsk valuta under första halvåret när villkoren var mindre gynnsamma än under den senare delen av året. En stor del av denna upplåning skedde under våren 2006, då villkoren för upplåning i utländsk valuta var förhållandevis dåliga, vilket avspeglades i en mindre skillnad mot USD Libor.

Tabell 6.2: Upplåningskostnad för olika upplåningsformer 2002–2006 (räntepunkter under USD Libor).

	2002	2003	2004	2005	2006
Publika lån	-19,8	-26,9	-29,7	-27,9	-22,2
Kron-/valutaswappar	-26,6	-28,2	-18,0	-21,0	-32,6
Genomsnittlig kostnad¹	-22,5	-27,5	-27,6	-26,8	-27,8

Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Genomsnittlig kostnad exklusive statsskuldväxlar i utländsk valuta.

Två nya benchmarklån emitterades under året på eurodollarmarknaden, främst riktade till stora institutionella investerare. Dessutom utökades tidigare emitterade dollarlån. Riksgäldskontoret gav även ut ett nytt lån i australiendollar riktat till mindre placerare.

Riksgäldskontoret såg det som fördelaktigt att ta upp något mer än hälften av valutaupplåningen med kron/swappupplåning. Upplåningen uppgick till 23,5 miljarder kronor under 2006, vilket motsvarar 53 procent av den totala valutaupplåningen. Kron/swappupplåningen kostade i genomsnitt 33 räntepunkter under USD Libor, dvs ca 10 punkter lägre än upplåning via publika lån och även lägre än för motsvarande låneform tidigare år. Sammantaget var kostnaden för valutaupplåningen därigenom marginellt lägre än 2005.

Hur Riksgäldskontoret väljer att fördela upplåningen i utländsk valuta mellan kron/swappupplåning och direkt upplåning bestäms primärt av upplåningskostnader. Även andra faktorer vägs dock in, exempelvis i vilken utsträckning ränteswappar i stället kan användas i kronupplåningen. Riksgäldskontorets totala utrymme för ränteswappar begränsas i praktiken av att kontoret är en stor aktör på kronmarknaden och av rådande marknadsförhållanden. Ju mer ränteswappar som används i valutaupplåningen, desto mindre utrymme blir kvar att använda i kronupplåningen.

Faktaruta 6.1: Riksgäldskontorets swapptransaktioner

Kort upplåning kan genomföras genom att emittera statskuldväxlar eller genom att först emittera en statsobligation och sedan göra en ränteswapp.

Att skapa kort ränteexponering via swappmarknaden innebär att Riksgäldskontoret först emitterar en obligation i svenska kronor genom ordinarie obligationsemission. Därefter görs en ränteswapp i svenska kronor, där Riksgäldskontoret mottar fast ränta (swappränta) och betalar rörlig ränta (Stibor). Eftersom den långa swappräntan regelmässigt är högre än statspappersräntan gör kontoret här en vinst (swappspreaden). Samtidigt betalar Riksgäldskontoret en något högre ränta (Stibor) än statskuldväxelräntan (TED-spreaden). Vinsten utgörs därmed av skillnaden mellan swappspreaden och TED-spreaden. Med detta förfarande utnyttjas statens relativa styrka som låntagare i långa löptider och upplåningskostnaderna kan sänkas.

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 många gånger visat sig billigare än direkt upplåning i utländsk valuta. Att skapa valutaexponering via swappmarknaden innebär att Riksgäldskontoret först genomför en ränteswapp enligt ovan. Därefter görs en valutaswapp, en s.k. basswapp, som innebär att man byter rörlig ränta i kronor mot rörlig ränta i utländsk valuta (skuldbytesavtal). Samtidigt köper Riksgäldskontoret den utländska valutan avista då transaktionen ingås och säljer valutan då den stängs. Basswappen har samma löptid som ränteswappen men räntebetalningarna baseras på tre- eller sexmånaders rörlig ränta. I basswapparna mottar Riksgäldskontoret rörlig Stiborränta, och betalar rörlig ränta i t.ex. euro (Euribor). Med denna teknik kan Riksgäldskontoret tillgodogöra sig swappspreaden minus en mindre kostnad för att genomföra basswappen. Upplåningskostnaden blir i princip den rörliga Euriborräntan minus swappspreaden.

Operativ hantering av valutaväxlingar

Sedan regeringens riktlinjebeslut för 2002 har det varit möjligt för Riksgäldskontoret att växla valuta direkt på marknaden i stället för som tidigare med Riksbanken. Riksgäldskontoret nettoväxlade under 2006 valuta för 18 miljarder kronor. Nettoväxlingar är skillnaden mellan köp och försäljning av utländsk valuta. Det primära syftet med valutaväxlingarna är att hantera de flöden som uppstår till följd av räntebetalningar, lån som förfaller, lån m.m. i utländsk valuta.

Växlingarna fördelas jämnt över tiden så att risken för att växelkursen är oförmånlig vid betalningstillfället minimeras. Riksgäldskontorets styrelse fastställer en relativt jämn växlingsfördelning över året som uppfattas som resultatmässigt neutral på så sätt att ett nollresultat uppnås om banan följs. För att inte skapa onödiga transaktionskostnader krävs därutöver en viss flexibilitet i växlingarna. Riksgäldskontorets styrelse har därför fastställt ett avvikelsemandat på ± 500 miljoner kronor per månad inom vilket transaktioner betecknas som resultatneutrala och innebär att kontoret inte tar några aktiva positioner. Riksgäldskontoret följde under 2006 den resultatneutrala banan.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen bedömer att Riksgäldskontoret har bedrivit en kostnadseffektiv valutaupplåning genom de val bland alternativa upplåningsformer som kontoret har gjort. Swappupplåningen var förhållandevis fördelaktig under 2006 jämfört med direkt upplåning, vilket utnyttjades av Riksgäldskontoret som ökade andelen kron/swappupplåning under året. Hänsyn har då inte tagits till alternativkostnaden i form av att detta tagit utrymme från ränteswappar i kronupplåningen, där förtjänsten utgörs av skillnaden mellan swap-spreaden och TED-spreaden (se faktaruta 6.1).

Regeringen bedömer att valutaväxlingarna har fungerat väl. Riksgäldskontoret har växlat valuta i linje med den kostnadsneutrala banan, vilket innebär att inga aktiva positioner har tagits under året.

6.2 Aktiv förvaltning i utländsk valuta

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets resultat i den aktiva förvaltningen i utländsk valuta blev ca 0,3 miljarder kronor 2006 och 1,5 miljarder kronor 2002–2006. Den aktiva förvaltningen av valutaskulden har därmed uppfyllt målet att verksamheten skall ge överskott.

Bakgrund: Riksgäldskontoret har möjlighet att inom väl definierade ramar bedriva en aktiv förvaltning i utländsk valuta. Till skillnad från förvaltningen av den nominella kronskulden ägnar sig Riksgäldskontoret åt således aktivt positionstagande. Positioneringen baseras i huvudsak på överväganden dels om förväntad ränteutveckling, dels om förväntad valutakursutveckling.

De resultat som Riksgäldskontoret uppnår i förvaltningen i utländsk valuta ger en relativt entydig bild av kontorets prestationer. Detta beror bland annat på att kontoret fr.o.m. 2000 beslutat att lägga stora och strategiska positioner vid sidan av den aktiva portföljen (se avsnitt 5.4) och därmed undviker man att den aktiva portföljen tyngs av stora och orealiserade resultat. Förvaltningsresultatet störs inte heller av marknads-påverkande effekter, eftersom kontorets agerande knappast har någon inverkan på räntebildningen i utländsk valuta.

Valutapositionerna uppvisade negativt resultat på -19 miljoner kronor under 2006. Riksgäldskontorets största valutapositioner under året var köp av euro och yen mot dollar. Positioneringen för en svagare dollar baserades bland annat på avmattningen i den amerikanska ekonomin och det stora underskottet i den amerikanska bytesbalansen. Under året försvagades dollarn mot euron, medan den stärktes mot yenen. Riksgäldskontorets mest framgångsrika position var köpen av euro mot dollar, medan köpen av yen mot dollar var den mest negativa positionen. Räntepositionerna gav ett positivt resultat på 367 miljoner kronor. Resultatet gynnades bland annat av att Riksgäldskontoret var positionerad för stigande räntor i USA under våren och högre europeiska räntor under hösten.

Tabell 6.3: Resultat av förvaltningen i utländsk valuta i förhållande till riktmärket 2002–2006 (miljoner kronor och procent).

	2002	2003	2004	2005	2006	Hela perioden
Total förvaltning:	434	937	195	-430	339	1 475
Riksgäldskontoret	392	880	164	-426	348	1 358
<i>Varav:</i>						
<i>Räntepositioner</i>	-78	224	-18	187	367	682
<i>Valutapositioner</i>	470	656	182	-613	-19	676
Externa förvaltare	42	57	31	-4	-9	117
Resultat i procent av förvaltad belopp:						
Riksgäldskontoret	0,11	0,52	0,11	-0,25	0,21	-
Externa förvaltare	0,14	0,14	0,09	-0,01	-0,03	-
Informationskvot						
Riksgäldskontoret	2,3	2,1	0,7	neg	1,0	-
Externa förvaltare	1,4	0,7	0,3	neg	0,2	-

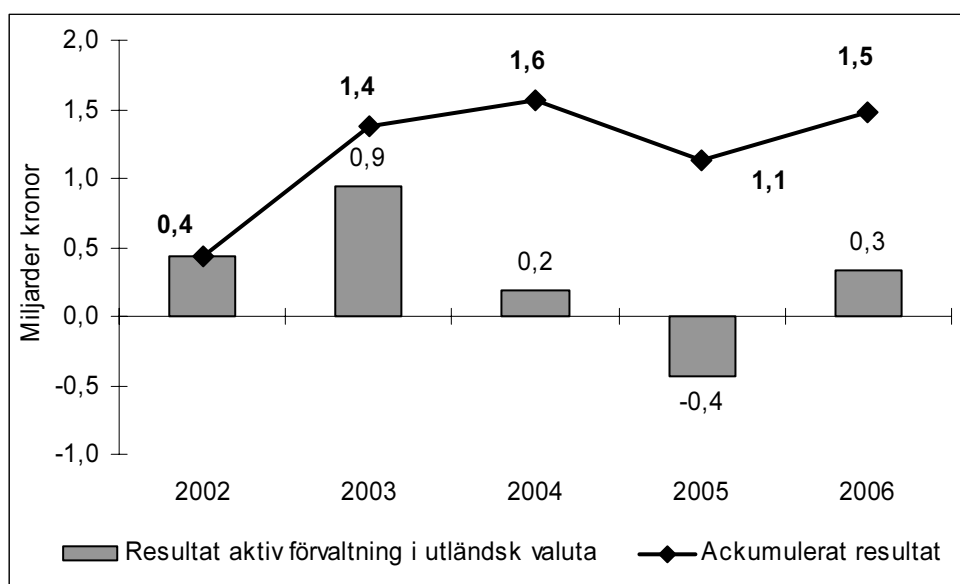
Källa: Riksgäldskontoret.

Anm: Informationskvoten anger ett resultat dividerat med volatiliteten (standardavvikelsen) i resultatet. Kvoten för de externa förvaltarna anger genomsnittlig informationskvot.

För att sprida risken i den aktiva förvaltningen samt för att få en uppfattning om hur effektiv den egna förvaltningen är anlitar Riksgäldskontoret sedan 1992 externa förvaltare. De externa förvaltarna tjänar också som en viktig informationskälla för den interna förvaltningen. Under 2006 anlidades sex externa förvaltare: ABN AMRO, BlackRock, Bridgewater, Goldman Sachs (t.o.m. 30/9 2006), IPM/First Quadrant (fr.o.m. 1/10 2006) och PIMCO. Förvaltarna har samma riskmandat som Riksgäldskontoret och de förvaltar en referensportfölj på sammanlagt 6 miljarder kronor vardera (ABN AMRO 8 miljarder kronor). I procent av förvaltad belopp uppgick externförvaltarens resultat till -0,03 procent. Spridningen mellan förvaltarna var ganska stor med 0,45 procent som bästa resultat (ABN för andra året i rad) och -0,7 procent som sämsta resultat. Riksgäldskontorets resultat uppgick till 0,21 procent av förvaltad belopp.

Den s.k. informationskvoten används för att mäta det riskjusterade resultatet. Informationskvoten visar förhållandet mellan förvaltningens resultat och den risk man tagit för att uppnå resultatet. Ett högt värde innebär att förvaltaren tagit relativt liten risk för att uppnå resultatet. Enligt detta mått har ABN AMRO haft det bästa riskjusterade resultatet följt av Riksgäldskontoret.

Diagram 6.1: Resultat av den aktiva förvaltning i utländsk valuta 2002–2006 (miljoner kronor). Skr. 2006/07:104



Källa: Riksgäldskontoret.

Sammantaget uppgick resultatet i den aktiva valutaförvaltningen till 339 miljoner kronor 2006 och till 1 475 miljoner kronor för utvärderingsperioden 2002–2006. Ränte- och valutapositioner svarar för en ungefär lika stor del av det totala femårsresultatet. Riksgäldskontorets aktiva förvaltning har i genomsnitt gett ett bättre resultat än det som de externa förvaltarna presterat.

Skälen för regeringens bedömning: Målet för den aktiva förvaltningen är att uppnå kostnadsbesparingar. För 2006 blev besparingen 339 miljoner kronor och för hela utvärderingsperioden 2002–2006 uppgick resultatet till 1 475 miljoner kronor. Därmed har Riksgäldskontoret uppfyllt det kvantitativa målet. Det riskmått som redovisats, informationskvoten, indikerar att Riksgäldskontorets resultat, för perioden 2002–2006, inte har uppnåtts till priset av ett högre risktagande jämfört med de externa förvaltarna.

Att Riksgäldskontorets risktagande varit relativt begränsat under 2006 illustreras även av riskmättet Value-at-Risk (VaR) som kontoret använder för att styra och mäta marknadsriskerna i den aktiva förvaltningen. Risktagandet under 2006 har varit begränsat och dessutom lägre än under förra året. Även mätt på detta vis bör Riksgäldskontorets risktagande i den aktiva förvaltningen betraktas som begränsat. Riksgäldskontorets validering av använd VaR-modell pekar mot att modellen är robust.

Regeringens bedömning: Andelen realskuld har, i enlighet med regeringens riktlinjer, successivt ökat under utvärderingsperioden, från 13 procent 2002 till 17 procent 2006. Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i den reala upplåningen bedöms som rimlig för 2006. Riksgäldskontoret har uppnått det kvantitativa målet för realupplåningen i svenska kronor, då den reala upplåningen har varit billigare än motsvarande nominella upplåning i svenska kronor både för 2006 och för den femåriga utvärderingsperioden.

Bakgrund: Riksgäldskontoret har emitterat realobligationer sedan 1994. Inledningsvis var emissionerna små men växte sedan kraftigt. År 1996 emitterades nästan 60 miljarder kronor i realobligationer. De följande åren infann sig en viss mättnad, vilket tillsammans med förhållandevis låga och stabila inflationsförväntningar bidrog till en reducerad efterfrågan på realobligationer. Realobligationer framstod således som en relativt dyr låneform och emissionsvolymerna minskades betydligt. Under 2002 förbättrades emissionsvillkoren och såld volym realobligationer steg till drygt 23 miljarder kronor. Samtidigt omvandlades Kärnavfallsfondens och Premiépensionsmyndighetens kontofordringar till statspapper, vilket ökade stocken realobligationer med nästan 32 miljarder kronor.

Under 2006 dämpades efterfrågan på realobligationer. Detta tillsammans med ett minskat lånebehov gjorde att Riksgäldskontoret i mars reviderade ned sin emissionsprognos, från 15 miljarder kronor till 5–10 miljarder kronor i årstakt. Det slutliga emissionsutfallet blev 6,7 miljarder kronor under året.

Tabell 6.4: Auktioner av realobligationer 2002–2006.

	2002	2003	2004	2005	2006
Emissionvolym ¹	2,0	18,2	17,7	13,0	3,8
Såld volym ²	23,4	18,2	17,7	12,1	6,7
Teckningskvot ³	4,4	3,8	2,3	3,8	4,0
Snittränta ⁴	3,59	2,83	2,38	1,61	1,62
Break even-Inflation, (BEI) ⁵	1,90	2,09	2,23	1,84	1,89

Källa: Riksgäldskontoret.

¹Totalt emitterad volym i auktionsverksamheten under året. Netto efter rena auktioner, byten och uppköp.

²Totalt såld volym i auktionsverksamhet exklusive byten och uppköp.

³Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.

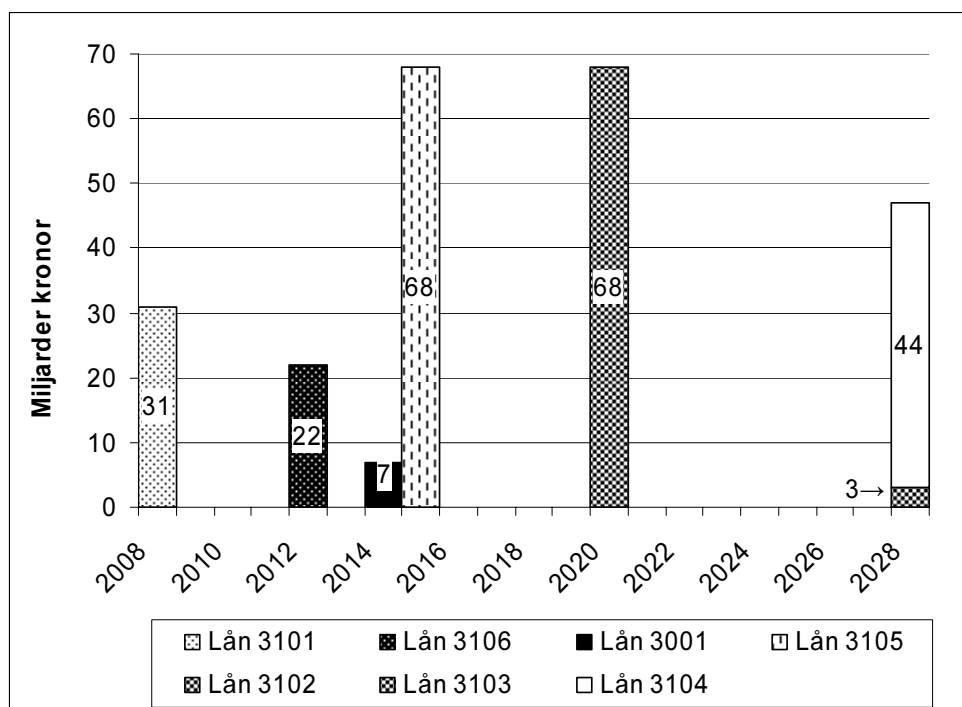
⁴Viktad genomsnittsränta över året vid emissionerna.

⁵Genomsnittlig break even-inflation.

Totalt utestående belopp i realobligationer (inklusive inflationskompensation) ökade från 208 till 217 miljarder kronor under 2006. Andelen realobligationer i statsskulden ökade med en procentenhet till 17 procent.

Diagram 6.2: Riksgäldskontorets utestående realräntelån inklusive inflationskompensation (miljarder kronor och förfalloår i respektive lån).

Skr. 2006/07:104



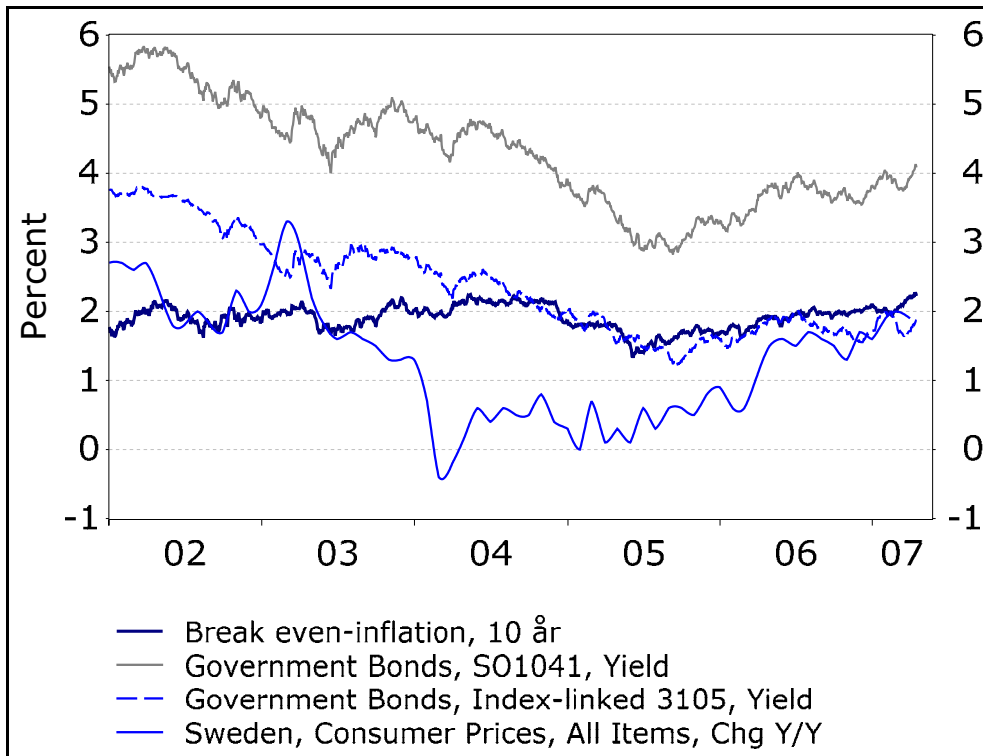
Källa: Riksgäldskontoret.

Under 2006 emitterade Riksgäldskontoret realobligationer till en genomsnittlig realränta på 1,62 procent. För att jämföra kostnaden mellan real och nominell upplåning med motsvarande löptid beräknas break even-inflationen (BEI) (se faktaruta 6.2). Om inflationen under obligationens löptid i genomsnitt blir högre än BEI kommer real upplåning att vara ett dyrare alternativ eller vice versa. Under 2006 steg BEI gradvis och realobligationerna emitterade till en genomsnittlig BEI på 1,89 procent. Nivån var alltså något lägre än Riksbankens inflationsmål. Diagram 6.3 visar break even-inflation m.m. för realobligation 3105 med förfall om knappt nio år.

Resultat för upplåningen i realobligationer

Det kvantitativa resultatet för upplåningen i realobligationer beräknas som skillnaden i kostnad mellan upplåning i nominella och reala obligationer. Måttet är preliminärt. Vad det faktiska resultatet slutligen blir beror på den framtida inflationsutvecklingen fram till dess att reallånen förfaller till betalning. Därför kan det ackumulerade resultatet både förbättras och försämrats beroende på den framtida inflationsutvecklingen. Måttet bör också uppfattas som indikativt genom att syftet med att inkludera realobligationer inte primärt är att sänka kostnaderna utan att sprida risken. Det senare syftet kan uppnås även om realskuld under någon period skulle visa sig kosta mer än motsvarande nominella lån.

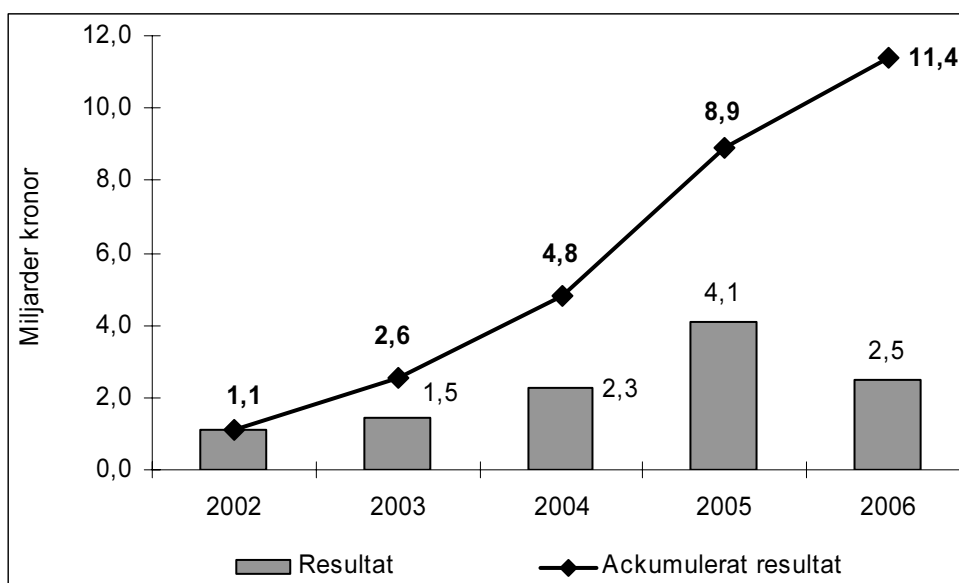
Diagram 6.3: Räkningar, break even-inflation och faktisk inflation 2002–2007. Skr. 2006/07:104



Källa: Ecwin.

Det kalkylmässiga resultatet för realupplåningen uppgick till 2,5 miljarder kronor 2006 och till 11,4 miljarder kronor ackumulerat för utvärderingsperioden. Det positiva resultatet 2006 förklaras av att den faktiska inflationen under året var lägre än den genomsnittliga BEI-nivå som realobligationerna emitterats till.

Diagram 6.4: Preliminärt resultat för upplåning i realobligationer fördelat per år och ackumulerat för 2002–2006 (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Faktaruta 6.2: Preliminärt resultat för realobligationer och break even-inflation

Det preliminära resultatet för realupplåningen beräknas som kostnads-skillnaden mellan upplåningen i nominella och reala obligationer, vilket utgörs av skillnaden mellan break even-inflation vid upplåningstillfället och realiserad inflation fram till utvärderingstillfället. Detta innebär att en stigande inflation kan försämra resultatet av upplåningen. Det slutliga resultatet erhålls därmed inte förrän realobligationen förfaller.

Break even-inflationen är skillnaden mellan nominell och real ränta vid emissionstidpunkten. Om inflationen under löptiden för ett reallån och ett lika långt nominellt lån uppgår till break even-inflationen kommer lånen att kosta lika mycket alternativt ge samma avkastning. Detta mått på inflationsförväntningar utnyttjas både som bedömningsmått inför upplåning i realobligationer och vid beräkning av resultatet i upplåningen. För staten som emittent av realobligationer blir den slutliga kostnaden för real upplåning lägre jämfört med nominell upplåning så länge som realiserad inflation vid reallånets förfall understiger den break even-inflation som lånet emitterades till.

Skälen för regeringens bedömning: Realobligationer fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj, då de ger möjlighet till ytterligare diversifiering av statsskulden och därmed till en minskad samlad risk i skulden. I riktlinjerna för 2006 valde regeringen att precisera riktmärket för den långsiktiga realandelen av skulden till 20 procent. Regeringen ansåg dessutom att tillväxttakten av realstocken kunde minska något, bland annat mot bakgrund av införandet av ett nytt regelverk för tjänstepensioner under 2006. Regeringen konstaterar att andelen realskuld successivt ökat under utvärderingsperioden, från 13 procent 2002 till 17 procent 2006. Detta är således i enlighet med regeringens riktlinjer.

Regeringen har inte angett någon ökningstakt för realupplåningen utan överlåtitt detta beslut till Riksgäldskontoret. Under 2006 sålde Riksgäldskontoret realobligationer i auktionsverksamheten för 6,7 miljarder kronor till break even-nivåer något under Riksbankens inflationsmål.

Regeringen konstaterar att emissionerna av realobligationer därmed minskat kraftigt jämfört med föregående år. Efterfrågan på realobligationer har dock varit förhållandevis liten och tillsammans med ett minskat lånebehov innebar detta att den reala emissionsvolymen blev avsevärt lägre än vad som prognostiserades i början av året. Regeringen indikerade ju även i riktlinjerna för 2006 att ambitionen i tillväxttakten av realobligationsstocken kunde minska något. Riksgäldskontorets beslut att sänka volymen emitterade realobligationer 2006 bedöms mot bakgrund av detta som rimligt. Regeringen anser att Riksgäldskontorets emissioner 2006 har skett till acceptabla break even-nivåer, även om svaret på detta först fås då obligationerna slutgiltigt förfaller.

Det ackumulerade preliminära resultatet för den reala upplåningen uppgick till 11,4 miljarder kronor för den senaste femårsperioden. Resultatet för 2006 var också positivt och uppgick till 2,5 miljarder kronor. Det innebär att den reala upplåningen har varit billigare än

motsvarande nominella upplåning i svenska kronor både för 2006 och för 2002–2006. Skr. 2006/07:104

Intrycket av att verksamheten varit framgångsrik förstärks om en längre tidsperiod betraktas. Sedan starten av den svenska realobligationsmarknaden 1994 till slutet av 2006 beräknas den samlade preliminära kostnadsbesparingen till 19,1 miljarder kronor. En stor del av det ackumulerade realiserade resultatet beror på låga inflationstal under tidigare år. De två reallån som hittills förfallit beräknas ha realiserat en samlad kostnadsbesparing på 1,8 miljarder kronor.

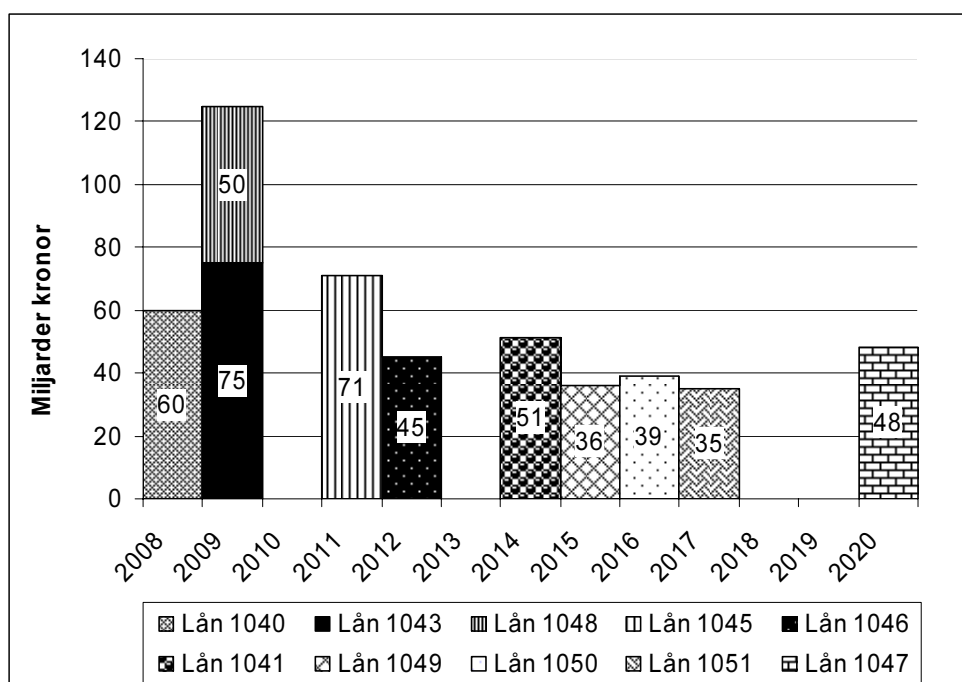
6.4 Nominell upplåning i svenska kronor

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i statsobligationer och statsskuldväxlar förefaller ha varit framgångsrik och auktionerna har fungerat väl. Regeringens slutsats är, främst baserat på kvalitativa grunder, att Riksgäldskontorets marknads- och skuldvard på operativ nivå har bidragit till en mer likvid och effektiv statspappersmarknad samt att Riksgäldskontoret i allmänhet uppfattas som en effektiv och professionell aktör på den svenska räntemarknaden. Åtgärderna kan därmed sägas ha bidragit till långsiktigt lägre kostnader för statsskulden.

Bakgrund: Statens upplåning i svenska kronor sker främst i nominella statsobligationer och statsskuldväxlar. Utvärderingen av förvaltningen av den nominella skulden görs framför allt i kvalitativa termer utifrån den marknads- och skuldvard som bedrivits i syfte att uppnå lägsta möjliga räntekostnad. Omsorg om marknaden spelar en väsentlig roll för Riksgäldskontorets upplåningsbeslut på den inhemska marknaden.

Finansieringen i nominella statsobligationer ökade till 64 miljarder kronor jämfört med 56 miljarder kronor 2005. Ökningen berodde till viss del på att löptiden vid årets början låg något under riktvärdet. För att korrigera detta ökade Riksgäldskontoret emissionerna av obligationer med lång löptid för att i stället minska andelen statsskuldväxlar. I början av året emitterades nominella statsobligationer till en volym av 2 miljarder kronor vid varje emissionstillfälle. I mars höjdes volymen till 3 miljarder kronor.

Riksgäldskontorets relativa styrka som låntagare ligger på längre löptider och obligationsupplåningen sker huvudsakligen i två-, fem-, och tioåriga löptider. Dessa benchmarklån ges ut i stora volymer så att en god likviditet kan upprätthållas. Under 2006 introducerades en ny tioårig statsobligation (lån 1051, förfall den 12 augusti 2017).



Källa: Riksgäldskontoret.

Efterfrågan vid statsobligationsemissionerna var god under 2006 och teckningskvoten var i genomsnitt 3,87, vilket var högre än under 2005. Den ränta som obligationerna i genomsnitt emitterats till uppgick till 3,60 procent, vilket var högre än för 2005.

Tabell 6.5: Medelvärde för teckningskvot och genomsnittlig emissionsränta för nominella obligationer och för statsskuldväxlar 2002–2006.

	2002	2003	2004	2005	2006
Nominella obligationer					
Teckningskvot ¹	2,92	3,16	3,17	3,69	3,87
Genomsnittlig emissionsränta (procent)	4,94	4,25	4,10	3,04	3,60
Statsskuldväxlar					
Teckningskvot ¹	2,81	2,29	2,18	2,51	2,04
Genomsnittlig emissionsränta (procent)	4,20	3,04	2,24	1,80	2,52

Källa: Riksgäldskontoret.

¹Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.

Upplåningen i statsskuldväxlar minskade med 47 miljarder kronor jämfört med 2005, vilket beror på ett lägre lånebehov samt en ökad obligationsupplåning. Därmed minskade växelstocken med 34 miljarder kronor. Den genomsnittliga emissionsräntan i växelauktionerna var 2,52 procent, vilket är betydligt högre än förra året. Förhållandet speglar i huvudsak Riksbankens höjningar av reporäntan, vilket direkt påverkar kostnaderna för växelupplåningen. Teckningskvoten sjönk och förhållandet mellan utbjuden emissionsvolym och inkommen budvolym var 2,04. Fem av 44 emissioner blev inte fulltecknade. Detta medförde dock inget problem för finansieringen.

Sedan 2003 har Riksgäldskontoret använt sig av ränteswappar som ett komplement till statsskuldväxlar (se faktaruta 6.1). Under 2006 swappades 11 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort räntexponering i kronor. Kostnadsbesparingen sedan 2003, då Riskgäldskontoret började använda ränteswappar i kronupplåningen, t.o.m. 2006 är 118 miljoner kronor. Skuldbytesavtalet är inte enbart ett sätt för Riksgäldskontoret att direkt spara pengar utan det är även ett instrument som bidrar till att uppnå löptidsmålet för den nominella kronskulden och samtidigt som det bidrar till att upprätthålla en god likviditet i längre räntesegment.

Marknads- och skuldvårdande åtgärder

Riksgäldskontoret erbjuder sina återförsäljare ett antal tjänster som syftar till att göra statspappershandeln likvidare och smidigare, bland annat bytesauktioner i nyintroducerade statsobligationslån. Totalt byttes statsobligationslån för 64 miljarder kronor 2006. Riksgäldskontoret tillhandahåller även en repofacilitet för återförsäljarna för att minska risken att bristsituationer i statspapper ska uppstå. De marknadsvårdande repofaciliteterna är öppna för återförsäljarna oavsett om kontoret har låne- eller finansieringsbehov. Återförsäljarna har också möjlighet att genom reposwappar, där en växel repas ut samtidigt som en annan växel repas in, göra riskneutrala byten av repor i statsskuldväxlar. Reposwappar gjordes för motsvarande 27 miljarder kronor 2006, vilket är en markant ökning mot föregående års volym på 10 miljarder kronor.

Marknadsundersökningsföretaget Prospera utförde för tredje året i rad en undersökning om Riksgäldskontorets upplåning. Undersökningen görs på Riksgäldskontorets uppdrag. I slutet av 2006 intervjuades totalt 49 svenska och utländska investerare, sju återförsäljare samt sex andra säljare av svenska statsobligationer. För första gången gav alla tillfrågade kategorier omdömet utmärkt i helhetsvärdering. Kunskapen om Riksgäldskontoret har ökat och den allmänna uppfattningen är mer positiv än tidigare. Resultaten indikerar även att Riksgäldskontoret blivit bättre på de områden som uppfattas som relevanta för investerarna. Betygen blev generellt sett bättre inom i stort sett samtliga områden. Förbättringen var särskilt tydlig gällande realobligationerna, det område där omdömena tidigare varit minst positiva.

Svagheter var desamma som 2005. Investerarkontakter och lyhördhet för marknadens önskemål får bättre men fortfarande de sämsta betygen. Samtliga tillfrågade gav likviditet och prisinformation på realobligationsmarknaden underkänt, trots det förbättrade betyget för realmarknaden i övrigt.

Skälen för regeringens bedömning: Bedömningen är i stort som tidigare. Riksgäldskontorets emissioner av statsobligationer förefaller ha varit framgångsrika, vilket indikeras av övertecknade emissioner, stora budvolymerna och små ränteskillnader mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna. Även om teckningskvoten i auktionerna i statsskuldväxlar minskat sedan 2005 så förefaller ändå auktionerna ha fungerat tillfredsställande 2006.

Det är svårt att kvantitativt mäta effekterna på lånekostnaderna av den marknads- och skuldvard som Riksgäldskontoret bedriver och regeringen

har därför låtit sig nöjas med att utvärderingen främst sker i kvalitativa termer. Regeringens bedömning är att Riksgäldskontorets marknads- och skuldvård har fungerat väl och att den därmed bidragit till en mer likvid och effektiv svensk statspappersmarknad. Ett exempel på detta är Riksgäldskontorets teknik att omvandla drygt 40 miljarder kronor i statsobligationsupplåning till kort ränteeponering via skuldbytesavtal (ränteswappar). Detta innebär inte bara att staten kan minska upplåningskostnaderna utan även att marknaden kan förses med en större volym statsobligationer än vad som annars är möjligt. Ett annat exempel är de bytesauktioner som syftar till att underlätta handeln med statspapper och öka likviditeten i nya statsobligationslån. Dessa, och liknande åtgärder, bedöms ha bidragit till att de långsiktiga kostnaderna för statsskulden har kunnat sänkas.

De undersökningar som gjorts ger gott stöd för detta. Riksgäldskontoret uppfattas i allmänhet som en förutsägbar, effektiv och professionell aktör på marknaden och som garant för att svensk obligationsmarknad även i framtiden skall fungera tillfredsställande. Riksgäldskontoret förefaller, liksom förra året, stå sig väl i internationell jämförelse. Regeringen uppskattar även Riksgäldskontorets ambition att kontinuerligt förbättra och utveckla sin kommunikation med marknaden, t.ex. avsikterna att öka kontakterna och diskussionen med investerare och återförsäljare.

6.5 Privatmarknadsupplåning

Regeringens bedömning: Under utvärderingsperioden uppgick den samlade kostnadsbesparingen i privatmarknadsupplåningen till knappt en miljard kronor, vilket innebär att Riksgäldskontoret uppnått målet för privatmarknadsupplåningen.

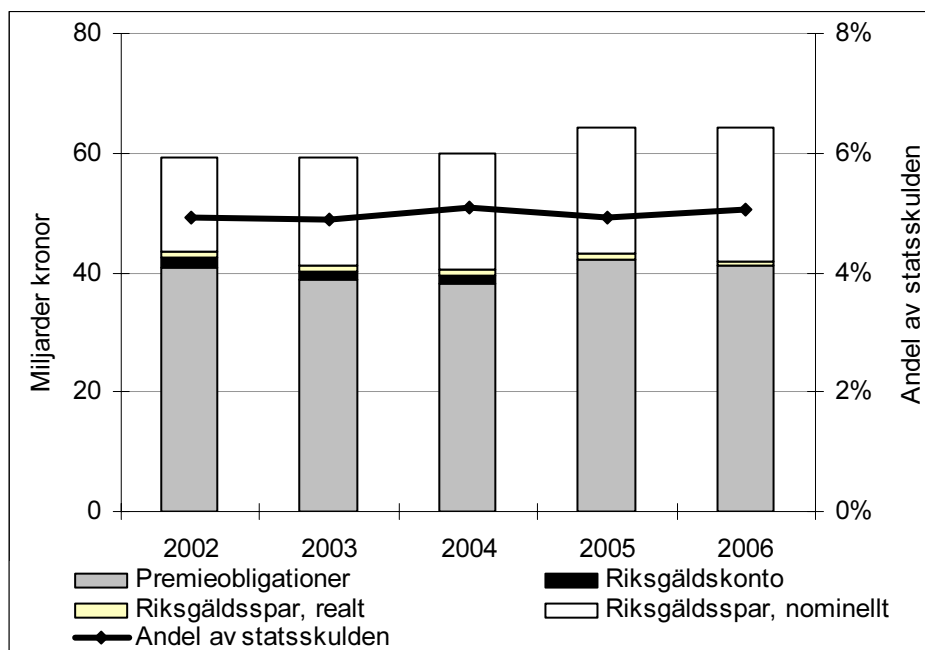
Bakgrund: Riksgäldskontorets upplåning från privatmarknaden riktar sig till privatpersoner, mindre företag och organisationer. Den totala upplåningen var 64 miljarder kronor vid utgången av 2006, en summa som inte förändrats från föregående år. Den motsvarar 5 procent av den svenska statsskulden, en andel som i stort sett inte varierat under de senaste åren.

Riksgäldskontorets andel av den totala sparmarknaden för ränteplaceringar minskade med 0,7 procentenheter till 6,5 procent 2006. Föregående år var andelen 7,2 procent. Orsaken till minskningen är främst att banksparande och den totala räntesparmarknaden växte kraftigt 2006, till vilket bland annat turbulensen på börserna under våren 2006 var en bidragande faktor.

I ett längre perspektiv har Riksgäldskontorets upplåning från privatpersoner och mindre placerare minskat kraftigt, från som mest 150 miljarder kronor i slutet av 1990-talet. Utvecklingen förklaras i huvudsak av att AllemansSpar avskaffades i juni 1998 och till del av att stora förfall av premieobligationer inte fullt ut vägts upp av nyemissioner.

Diagram 6.6: Privatmarknadsupplåning fördelat på olika upplåningsinstrument och som andel av statskulden 2002–2006 (miljarder kronor och i procent).

Skr. 2006/07:104



Källa: Riksgäldskontoret.

Premieobligationerna utgör basen i privatmarknadsupplåningen med en lånestock på 41 miljarder kronor. Intresset för premieobligationer har successivt ökat under 2006 och i det senaste lånet var 34 procent nya kunder. Under 2006 emitterades två nya premieobligationslån på sammanlagt 7,8 miljarder kronor. Trots det minskade den utestående volymen med en miljard kronor till 41 miljarder kronor, eftersom stora lån löpte ut. Utvecklingen för premielånen 2005 och 2006 utgör ett trendbrott, eftersom den utestående volymen minskade successivt mellan åren 1998–2004. Antalet premiekunder är nu runt 500 000.

Det totala antalet kunder i Riksgäldsspar uppgick vid utgången av 2006 till 147 000, vilket är en minskning med 3 000 sedan 2005. Riksgäldsspar fortsatte ändå att öka volymmässigt 2006. Under hösten ökade insättningarna och resulterade i de största nettoinflödet sedan hösten 2003. Orsaken till ökningen var stigande räntor. Den totala volymen uppgick till 23,1 miljarder kronor vid slutet av 2006, en ökning med 1,3 miljarder kronor jämfört med 2005. Precis som under 2005 var det framför allt konton med rörlig ränta som ökade.

Statspapper för alla, auktionsförsäljning av statspapper till privatpersoner och mindre investerare via internet, startade 2002. Från och med januari 2004 öppnades även auktionerna av realobligationer för dessa kategorier. Kunderna deltar i samma auktioner som de institutionella placerarna och får köpa värdepapperen till genomsnittsräntan i auktionen. Försäljningen och antal kunder har ökat successivt sedan introduktionen. Under 2006 såldes statspapper för alla för 950 miljoner kronor, vilket är en ökning med 82 procent jämfört med föregående år. En orsak till det ökade intresset är att maxgränsen för bud höjdes från 5 till 10 miljoner kronor. Kostnaden för internetförsäljningen

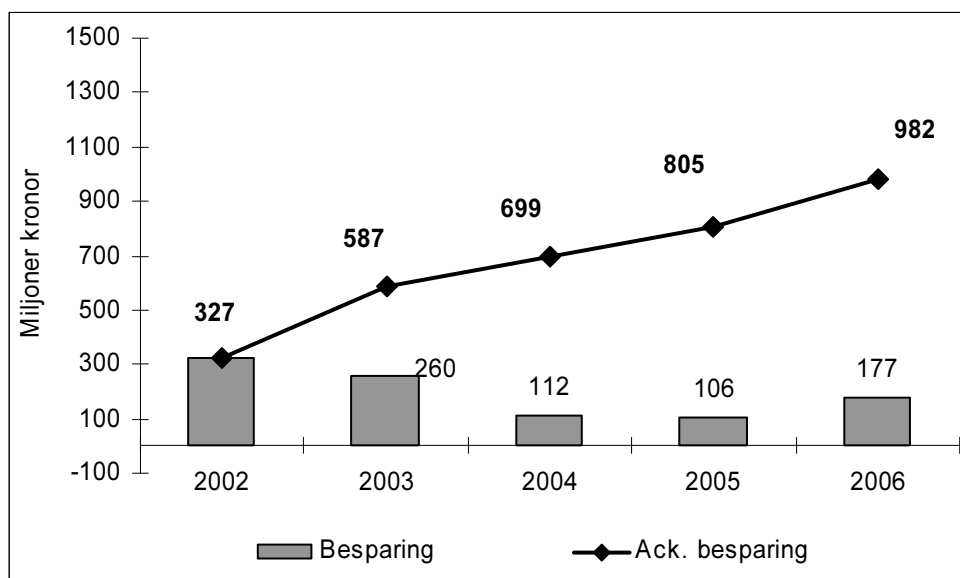
av statspapper uppgick till 5 miljoner kronor, vilket är en minskning med 3 miljoner kronor från 2005. Skr. 2006/07:104

Faktaruta 6.3: Utvärderingsmodell för privatmarknadsupplåningen

Riksgäldskontoret tillämpar sedan 1999 samma utvärderingsmodell för premieobligationer och Riksgäldsspar. Modellen innebär att utgifter och inkomster som är förknippade med upplåning i ett låneinstrument periodiseras över instrumentets löptid. Utgifterna består dels av direkta utgifter för förvaltningen, dels av de omkostnader som skall belasta verksamheten. Inkomstbesparingen beräknas som skillnaden i räntepunkter mellan upplåning på privatmarknaden jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden med samma löptid. Modellen innebär att mer rättvisande och transparenta resultat kan beräknas för de olika låneinstrumenten.

Upplåningen på privatmarknaden minskade kostnaderna för statsskulden med 177 miljoner kronor i förhållande till alternativ upplåning på kapitalmarknaden under 2006. Årsresultatet förbättrades därmed med 71 miljoner kronor jämfört med föregående år. Bakom förbättringen ligger främst premieobligationerna med lyckade emissioner under året, samt gamla icke-inlösta premieobligationer preskriberades. För den femåriga utvärderingsperioden 2002–2006 uppgick den sammanlagda kostnadsbesparingen till 982 miljoner kronor.

Diagram 6.7: Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden 2002–2006 (miljoner kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Premieobligationerna minskade kostnaderna för statsskulden med 150 miljoner kronor. Riksgäldsspar minskade kostnaderna för statsskulden med 27 miljoner kronor, dvs. 17 miljoner kronor mer än föregående år. Förbättringen beror framför allt på minskade marknadsföringskostnader, samt lägre utgifter för kursförluster i samband med förtidsinlösen.

Sammantaget uppvisar sparformen 73 miljoner kronor i överskott för utvärderingsperioden. Skr. 2006/07:104

Tabell 6.6: *Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden 2002–2006 (miljoner kronor).*

Upplåningsinstrument ¹	2002	2003	2004	2005	2006	Totalt
Premieobligationer ²	317	240	110	98	150	915
RiksgäldsSpar	10	20	6	10	27	73
Riksgäldskonto ³	-	-	-4	-2	-	-6
Summa besparing	327	260	112	106	177	982

¹ Jämfört med nollkupongräntestrukturen.

² Avser premielån emitterade från och med 1996.

³ Riksgäldskonto avvecklades i mars 2005.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringens mål för privatmarknadsupplåningen är att uppnå största möjliga kostnadsbesparing i förhållande till Riksgäldskontorets alternativa upplåningsformer på penning- och obligationsmarknaden. Resultat uppgick till 177 miljoner kronor 2006 och en knapp miljard kronor för 2002–2006. Riksgäldskontoret har därmed uppnått den kvantitativa målsättningen för privatmarknadsupplåningen.

Regeringen noterar att lönsamheten i privatmarknadsupplåningen återigen stiger efter att successivt ha tappat under utvärderingsperioden. Sparformen RiksgäldsSpar uppvisar här den snabbaste lönsamhetstillväxten och växer dessutom i volym. Regeringen anser det tillfredställande att lönsamheten i upplåning från privatmarknaden stiger och att resultatsammansättning blir alltmer balanserad.

Statspapper för alla syftar till att nå nya kategorier av investerare och utgöra en brygga mellan privatmarknadsupplåningen och institutionsmarknaden. Sparformen motiveras i stor utsträckning av marknadsvårdande skäl snarare än strikta kostnadsargument. Eftersom privat-sparare deltar på samma villkor i statspappersauktionerna som de institutionella investerarna, är det inte möjligt att utvärdera sparformen efter samma principer som för premieobligationer och RiksgäldsSpar. I avvaktan på en djupare utvärderingen av sparformen anser regeringen, liksom tidigare, att kostnaderna för sparformen kan motiveras så länge som den utvecklas inom ramen för syftet och ryms inom tilldelade budgetramar för Riksgäldskontoret.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 19 april 2007

Närvarande: statsråden Olofsson, Odell, Bildt, Ask, Leijonborg, Odenberg, Larsson, Erlandsson, Torstensson, Carlgren, Hägglund, Björklund, Carlsson, Littorin, Borg, Malmström, Sabuni, Billström, Adelson Liljeroth, Tolgfors

Föredragande: Mats Odell

Regeringen beslutar skrivelse 2006/07:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2002-2006