

Regeringens skrivelse

2005/06:104

Utvärdering av statens upplåning och
skuldförvaltning 2001–2005

Skr.
2005/06:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 20 april 2006

Göran Persson

Sven-Erik Österberg
(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 2001–2005. 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 regeringens syn på frågor som rests i finansutskottets betänkande 2005/06:FiU12 om statens upplåning och skuldförvaltning.

Huvudintrycket vid denna utvärdering är att staten har en genomtänkt och väl fungerande upplåning och skuldförvaltning. De beslut som fattats av Riksgäldskontoret bedöms som väl motiverade och resultaten har fallit väl ut. Uppsatta kvantitativa mål har uppnåtts. Regeringens riktlinjebeslut för 2001–2005 tycks ha varit väl avvägda och motiverade. Beräkningar pekar mot att statens lånekostnader har kunnat pressas ned. Såväl Riksgäldskontorets förvaltning som regeringens riktlinjer för 2001–2005 bedöms således 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 den beslutsordning och ansvarsfördelning för statsskuldspolitiken som fastställdes 1998 bör behållas, men att inslagen av extern utvärdering bör öka.

Sammanfattning av statens upplåning och skuldförvaltning för perioden 2001–2005	3
1 Processen för statsskuldpolitiken	7
2 Ansvarsfördelningen mellan riksdagen, regeringen och Riksgäldskontoret	9
3 Utvecklingen av lånebehov och statsskulden	13
3.1 Lånebehovets utveckling	13
3.2 Statsskuldens utveckling	14
3.3 Statsskuldens sammansättning	15
4 Redovisning av regeringens beslut om riktlinjer för 2001–2005	18
5 Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut	28
5.1 Riksgäldskontorets fördelning av skulden på olika skuldslag	28
5.2 Löptiden i den nominella skulden	31
5.3 Valutasammansättningen i riktmärket för valutaskulden .	34
5.4 Strategiska valutapositioner	36
5.5 Marknads- och skuldvard i kronskulden	37
6 Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut	39
6.1 Upplåning och skuldförvaltning i utländsk valuta	39
6.2 Reala lån i svenska kronor	44
6.3 Nominella lån i svenska kronor	49
6.4 Privatmarknadsupplåning	52
Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträdet den 20 april 2006	57

Sammanfattning av statens upplåning och skuldförvaltning för perioden 2001–2005

Skr. 2005/06:104

Nedan följer en sammanfattning av statens upplåning och skuldförvaltning för utvärderingsperioden 2001–2005. Avsikten är här att foga samman de olika delarna i utvärderingen till en helhetsbild som kan ställas mot det övergripande målet för statsskuldspolitiken, nämligen att statens skuld skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

I avsnitt 1 och 2 behandlas processen för skuldförvaltningen samt ansvarsfördelningen mellan riksdagen, regeringen och Riksgäldskontoret. I avsnitt 3–6 behandlas utvecklingen av lånebehov och statsskuld, regeringens riktlinjer samt slutligen Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut.

Ansvarsfördelningen mellan riksdagen, regeringen och Riksgäldskontoret

Sammanfattning: Nuvarande beslutsordning och ansvarsfördelning för statsskuldspolitiken bör behållas. Inslaget av extern utvärdering bör öka. Målet för marknads- och skuldvärden formuleras, liksom i dag, bäst inom ramen för det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

I betänkande 2005/06:FiU12 om statens upplåning och skuldförvaltning för 2000–2004 pekar finansutskottet bl.a. på att utvärderingsprocessen för statsskuldspolitiken i väsentliga delar skiljer sig från de modeller som används i andra sammanhang och innehåller en del inslag som avviker från vad som är normalt. Utskottet ansåg därför att det fanns anledning att inför kommande år överväga en tydligare ansvarsfördelning mellan riksdagen, regeringen och Riksgäldskontoret.

Regeringens bedömning är att dagens ordning bör behållas intill dess möjligheter till förbättringar inom ramen för nuvarande process kan anses uttömda. Regeringen väljer därför att söka tydliggöra riksdagens roll som slutlig utvärderare genom att dels begränsa eller tona ned bedömningar som görs av regeringens egna riktlinjebeslut, dels öka inslagen av extern utvärdering i skuldförvaltningen. Regeringen vill betona att riksdagen redan i dag har möjlighet att beställa externa, oberoende utvärderingar och att regeringen skulle välkomna en sådan.

I det nämnda betänkandet anger finansutskottet att regeringen bör överväga om det övergripande målet för skuldförvaltningen behöver kvalificeras med avseende på en likvid och effektiv statspappersmarknad. Flera skäl talar dock för att man behåller den nuvarande ordningen där målet för marknads- och skuldvärden formuleras inom ramen för det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

Sammanfattning: Regeringens beslut om riktlinjer för 2001–2005 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 2001–2005 koncentrerar sig på de mest centrala ställningstaganden, dvs. besluten om långsiktig inriktning för sammansättningen och löptiden i statsskulden.

Sedan början av 2000-talet har regeringen strävat efter att långsiktigt reducera andelen valutaskuld och öka andelen realskuld i statsskulden. De främsta skälen för detta är riskreducering, även om kostnadsargument dessutom kan användas som stöd. En tillbakablick visar att andelen valutaskuld fallit från 34 till 23 procent och andelen realskuld (dvs. skuld med inflationssäkrad avkastning) ökat från 10 till 16 procent under 2001–2005. Sammantaget anser regeringen att detta lett till minskad risk i statsskulden. Ur ett kostnadsperspektiv har argumenten för valutaupplåning i stort bortfallit samtidigt som kostnadsbesparingarna av att emittera realobligationer i stället för nominella obligationer preliminärt visat sig vara mycket stora.

Regeringen har även sökt att förkorta löptiden i den nominella delen av skulden, främst med kostnadsargument som grund. Förkortningarna, som genomfördes 2000 och 2005, förefaller ha gjorts i ett gynnsamt läge och har inneburit lägre upplåningskostnader för den svenska staten.

År 2005 präglades bl.a. av några ovanliga förhållanden på den svenska räntemarknaden och en diskussion om i vilken utsträckning staten har ett ansvar att ge ut långa obligationer för att underlätta övergången till ett nytt tjänstepensionssystem. Dessa och liknande frågeställningar behandlades bl.a. i regeringens riktlinjer för 2006. 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 också på att även om andra statsskuldsvärdare inom EU funnit utrymme att inom ramen för sina mål emittera obligationer med mycket lång löptid, så är möjligheterna för en mindre förvaltare i ett eget valutaområde (som Riksgäldskontoret) mer begränsade att skapa fullgod likviditet i många olika löptider.

Sammanfattning: Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden har för 2001–2005 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

De beslut om amortering av valutaskulden som fattats av Riksgäldskontorets styrelse har varit välgrundade ur såväl kostnads- som risksynpunkt. Besluten att skjuta på valutaamorteringar med ett sammanlagt belopp om 25 miljarder kronor under 2001 och 2002 har inneburit kostnadsbesparingar på i storleksordningen 1,2 miljarder kronor vid slutberäkning 2005. Beslutet att begränsa valutaamorteringarna i november 2005 är ännu för tidigt att utvärdera, men grunderna för beslutet framstår som rimliga.

Riksgäldskontorets val att inte avvika från regeringens riktvärde för genomsnittlig löptid i den nominella skulden under 2005 strider inte mot regeringens uppfattning. Strategin med olika löptid i kron- och valutaskulden motiveras av omsorg om räntemarknaden. Regeringen noterar att den genomsnittliga löptiden har legat högt i förhållande till den gradvisa anpassningen till 2,5 år som angavs i riktlinjerna för 2005. Riksgäldskontorets avvägning mellan marknadsvård och löptidsstyrning bedöms dock i stort sett ha varit rimlig under 2005.

Ökningen av andelen schweizerfranc i riktmärket för valutaskulden, som gjordes under 2000, har varit lyckosam. Sammanlagt beräknas 0,9 miljarder kronor ha sparats under 2000–2005. Riksgäldskontorets bedömning att besparingen via lägre räntenivåer på den schweiziska räntemarknaden skulle dominera över variationer i växelkursen för schweizerfrancen har så långt visat sig korrekt.

Riksgäldskontoret har inom ramen för ett begränsat risktagande möjlighet till aktiv förvaltning i utländsk valuta. Om en position bedöms vara av större och mer varaktig karaktär, kan beslutet fattas av styrelsen (strategisk valutaposition). Regeringen har inget att anmärka mot att kontoret under 2005 inte tog några nya strategiska valutapositioner.

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

Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut

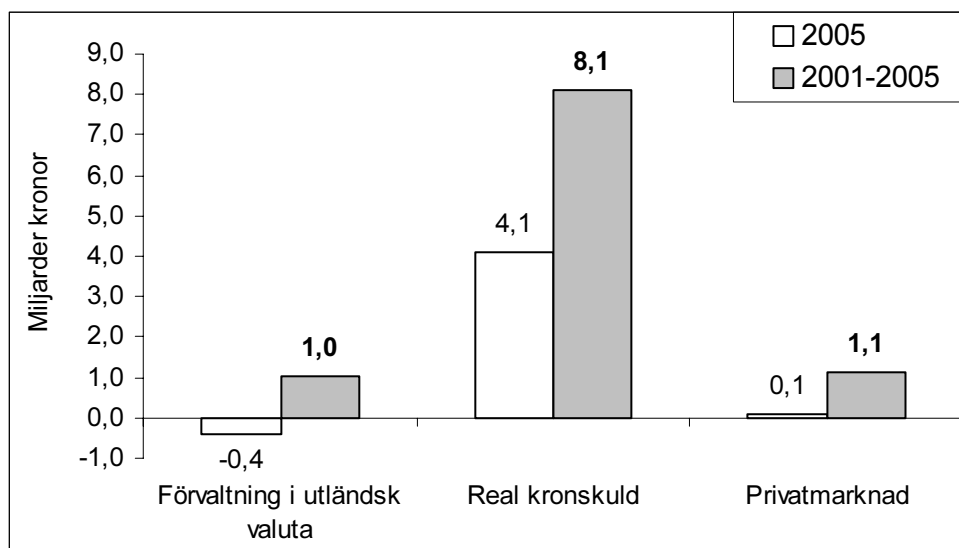
Resultatet för Riksgäldskontorets aktiva förvaltning i utländsk valuta uppgick till -0,4 miljarder kronor 2005 och 1,1 miljarder kronor 2001–2005. Förvaltningen har därmed uppnått målet om lägre kostnader i förhållande till en passivt förvaltnad valutaskuld. De riskmått som används i upplåningen och förvaltningen indikerar att resultaten inte har uppnåtts

till priset av ett högt risktagande. Kontoret bedöms även ha bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta och flexibelt utnyttjat de möjligheter till sänkta upplåningskostnader som getts. Upplåningen koncentrerades i huvudsak till direktupplåning i utländsk valuta under året.

Det preliminära resultatet för den reala upplåningen uppgick till 4,1 miljarder kronor 2005 och 8,1 miljarder kronor 2001–2005. Riksgäldskontorets reala upplåning i svenska kronor har därmed med råge uppnått det kvantitativa målet om att vara billigare än motsvarande upplåning i nominella statsobligationer.

Resultatet i upplåningen från privatmarknaden minskade jämfört med fjolårets utvärdering. Den samlade kostnadsbesparingen uppgick till 0,1 miljard kronor 2005 och 1,1 miljarder kronor för 2001–2005. Uppställt mål har därmed även i år uppnåtts. Regeringen konstaterar att de felbetalningar som skede i samband med avvecklingen av sparformen Riksgäldskonto, då en miljard kronor för mycket betalades ut till spararna, var olyckliga. Enligt regeringen hanterade dock Riksgäldskontoret saken skyndsamt och väl.

Resultat för Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning 2005 och 2001–2005 (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i statsobligationer och statskuldväxlar förefaller ha varit framgångsrik och auktionerna har fungerat väl. Regeringens slutsats är, främst baserat på kvalitativa grunder, att kontorets marknads- och skuldvard torde ha bidragit till en mer likvid och effektiv statspappersmarknad. Åtgärderna kan därmed sägas ha bidragit till långsiktigt lägre kostnader för statsskulden. Undersökningar visar att Riksgäldskontoret i allmänhet uppfattas som en effektiv och professionell aktör på värdepappersmarknaden. Riksgäldskontoret står sig väl vid en internationell jämförelse.

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 där huvuddelen av de mål och riktlinjer som styr statsskuldförvaltningen återfinns. I riktlinjerna anges främst 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. Ansvaret för de statsskuldspolitiska övervägandena och de övergripande besluten om skulden tas därmed på politisk nivå. Riksgäldskontoret svarar för att målet för statsskuldspolitiken och regeringens riktlinjer omsätts i delmål och riktmärken samt för den operativa förvaltningen av skulden.

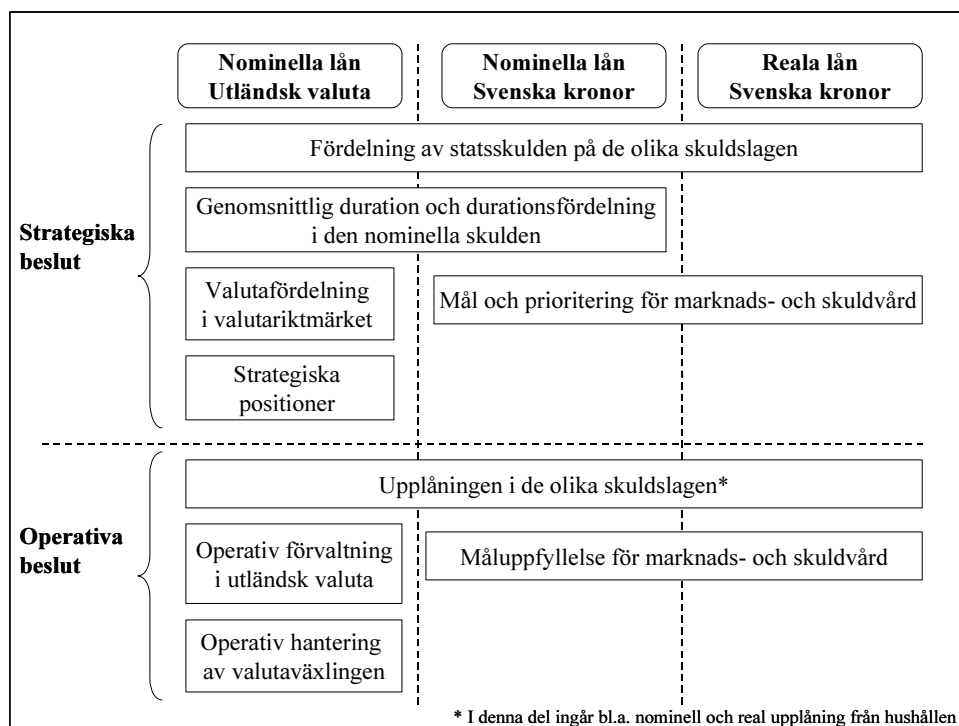
I regeringens riktlinjer fastställs även hur skuldförvaltningen skall utvärderas. Utvärderingen syftar dels till att möjliggöra en samlad bedömning av hur skuldförvaltningen har bedrivits, dels till att ge vägledning för framtida beslut om statsskuldspolitiken. Eftersom målet för skuldpolitiken är av 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 2001–2005. 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 15 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 sin syn på de riktlinjebeslut som fattats åren 2001–2005. 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 bl.a. 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. T.ex. avvecklades styr- och utvärderingsinstrumentet för statsskuldens förfalloprofil fr.o.m. riktlinjerna för 2004.

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



2 Ansvarsfördelningen mellan riksdagen, regeringen och Riksgäldskontoret

Skr. 2005/06:104

Regeringens bedömning: Nuvarande beslutsordning och ansvarsfördelning för statsskuldspolitiken bör behållas. Inslaget av extern utvärdering bör öka. Målet för marknads- och skuldvården formuleras, liksom i dag, bäst inom ramen för det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

Bakgrund: Riksdagen utvärderade under hösten 2005 statens upplåning och skuldförvaltning för åren 2000–2004 (bet. 2005/06:FiU12). I betänkandet pekar finansutskottet bl.a. på att utvärderingsprocessen för statsskuldspolitiken i väsentliga delar skiljer sig från de modeller som används i andra sammanhang och innehåller en del inslag som avviker från vad som är normalt. Regeringen fastställer riktlinjer för skuldpolitiken som man sedan själv utvärderar efter verksamhetsårets slut. Någon utomstående utvärdering har inte gjorts.

Finansutskottet pekar på att en naturligare ordning, som skulle kunna övervägas, vore att regeringen liksom hittills anger riktlinjer. Därefter redovisar Riksgäldskontoret och eventuellt regeringen hur utfallet blivit för att sedan överlåta åt riksdagen eller en utomstående utvärderare att dra slutsatserna om i vilken utsträckning upplåningen och förvaltningen av statsskulden varit framgångsrik.

En annan tänkbar ordning som ofta tillämpas i andra sammanhang när det gäller ansvarsfördelningen mellan regeringen och riksdagen, t.ex. för riktlinjerna för den ekonomiska politiken och för budgetpolitiken, är att riksdagen på förslag av regeringen fastställer riktlinjer för statsskuldspolitiken. Regeringen verkställer därefter riksdagens beslut till riktlinjer och redovisar utfallet. Om regeringen finner att resultatet ger vid handen att det finns anledning att revidera riktlinjerna har regeringen möjlighet att inför nästa år lägga fram förslag om nya reviderade riktlinjer för riksdagen.

Enligt utskottets mening finns det anledning att inför kommande år överväga en tydligare ansvarsfördelning mellan riksdagen, regeringen och Riksgäldskontoret.

I betänkandet pekar finansutskottet även på att Riksgäldskontoret måste göra en avvägning av de marknadsvårdande insatserna mot målet att långsiktigt minimera kostnaderna. Mot denna bakgrund bör regeringen överväga om det övergripande målet behöver kvalificeras i fråga om den inhemska upplåningen och skuldförvaltningen. Detta skulle, enligt utskottet, kunna ske genom att Riksgäldskontoret inom ramen för det övergripande målet bör verka för en likvid och effektiv statspappersmarknad.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen vill först framhålla att den beslutsordning och ansvarsfördelning som 1998 lades fast i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning innehåller en rad fördelar. Ordningen innebär en rimlig balans mellan ansvarstagande på olika beslutsnivåer och effektivitet i skuldförvaltningen. De stora och avgörande besluten om löptid och sammansättning i statsskulden tas på politisk nivå av regeringen. Inom ramen för detta genomför sedan Riks-

gäldskontoret statsskuldspolitiken med den effektivitet och flexibilitet som är nödvändig för att kunna uppnå det övergripande målet för skuldpolitiken.

Nuvarande ansvarsfördelning präglas även av en hög grad av tydlighet. Riksdagen har i den nämnda lagen fastställt det övergripande målet för skuldpolitiken och har även det slutliga ansvaret för att utvärdera dess tillämpning. Regeringen svarar för att skuldpolitiken genomförs inom ramen för målet och redovisar underlag med sin bedömning till riksdagen. Eftersom varje beslutssteg redovisas offentligt bidrar detta till ökad transparens och kvalitet i de olika stegen samt ett gemensamt ansvarstagande för skuldpolitiken.

Regeringen är därför av den meningen att det saknas tillräckliga skäl att ändra nuvarande beslutsordning intill dess möjliga förbättringar i nuvarande process kan anses ha uttömts. Det kan dessutom vara lämpligt att avvakta slutresultat från utredningar som regeringen avser att tillsätta under våren 2006 innan förändringar i nuvarande process övervägs. Detta gäller bl.a. en utvärdering av styrformen resultatstyrning i staten. Nedan redovisar regeringen sin syn på de möjliga alternativ som riksdagen pekar på.

Alternativ där regeringens utvärdering av skuldförvaltningen slopas

Alternativet där regeringen även fortsättningsvis fattar beslut om riktlinjer liknar i stora delar dagens process. Skillnaden är främst att regeringens utvärdering skulle slopas och att riksdagen således – utan regeringens bedömningar – får hantera underlag från regeringen (om riktlinjer) och Riksgäldskontoret (om myndighetens verksamhet).

En reflektion är att en ordning där regeringens utvärdering slopas ställer större krav på arbetsinsats såväl för riksdagen som för en eventuell utvärderare som engageras. Utvärderingen av skuldförvaltningen skulle även komma att skilja sig från vad som gäller i budgetprocessen och för Riksgäldskontorets övriga verksamheter. Skuldförvaltningen skulle då bedömas av riksdagen direkt, utan att regeringen getts möjlighet att lämna sin syn på resultatet, medan verksamheterna för statens internbank och garantier/krediter redovisas på sedvanligt sätt i budgetproposition. Utvärderingen skulle också skilja sig från vad som gäller för granskningen av AP-fonderna där regeringen årligen, bl.a. utifrån underlag från en konsult, värderar och bedömer AP-fondernas verksamhet i rullande femårsperioder.

En annan nackdel med alternativet är att regeringen under alla omständigheter måste utvärdera resultatet för att få underlag för riktlinjer för det kommande året. Denna utvärdering skulle då inte komma riksdagens till del.

Alternativ där riksdagen fattar beslut om riktlinjer för skuldförvaltningen

En annan möjlighet som riksdagen för fram är att riksdagen, på förslag från regeringen, fastställer riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Regeringens uppgift blir sedan att verkställa riktlinjerna och redovisa utfallet till riksdagen. Regeringen ser en rad nackdelar med detta alternativ.

En ordning där riksdagen fastställer detaljerade riktlinjer för statskuldspolitiken innebär en direkt styrning av verksamheten i en myndighet under regeringen. Detta är en ordning som väcker en rad principiella frågor, bl.a. mot bakgrund av regeringsformens bestämmelse om att det är regeringen som styr riket. Det är helt tillräckligt att riksdagen, som i dag, lägger fast målet för verksamheten.

Det finns även risk för att ytterligare en beslutsnivå i riktlinjeprocessen ger ökad tidsåtgång och procesströghet utan att några avgörande fördelar uppnås. Exempelvis kan det innebära att beslutprocessen måste tidigareläggas och därmed baseras på underlag som tagits fram i ett tidigare skede än i dag. En alltför trög beslutsprocess riskerar även att öka kostnaderna och risken i skuldförvaltningen och därmed minska möjligheterna att nå det övergripande målet. Snabba och dramatiska förändringar på finansmarknaden kan och har medfört ett behov av att agera under pågående verksamhetsår, såsom exempelvis skedde i juli 2001 då regeringen med hänvisning till kostnadsskäl valde att begränsa amorteringarna på valutaskulden i spåren av en fallande svensk valuta.

Alternativet riskerar dessutom att leda till en sämre utvärderingsdynamik än i dag. I nuvarande process redovisar regeringen sina beslut och en syn på utvecklingen tillsammans med en bedömning av Riksgäldskontorets verksamhet. Därefter lämnar riksdagen sina slutsatser och bedömningar med anledning av detta. Det är svårt att se hur en modell där riksdagen utvärderar sina egna riktlinjebeslut skulle kunna tillföra utvärderingsprocessen några avgörande förbättringar.

Regeringens slutsatser

Regeringen anser att möjligheterna till förbättringar inom ramen för nuvarande process först bör prövas innan andra förändringar förs på tal.

Regeringen väljer därför att i utvärderingen begränsa eller tona ned bedömningar som görs av regeringens egna delar till förmån för en mer utförlig redovisning av grunderna för och resultaten av regeringens riktlinjebeslut. Därigenom skulle riksdagens roll som slutlig utvärderare av statskuldspolitiken kunna bli än tydligare än i dag.

I proposition Förvaltningen av statsskulden (prop. 1997/98:154) anger regeringen bl.a. att externa referenser bör utgöra en väsentlig ingrediens i utvärderingsprocessen. Regeringen anser att frågan bör prioriteras inför nästa års utvärdering och avser att låta en extern utvärderare få i uppdrag att se över hela statskuldspolitiken, dvs. såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets verksamhet.

Regeringen vill också betona att om finansutskottet önskar en oberoende uppföljning och utvärdering av riksdagens beslut om målet för statskuldspolitiken, har utskottet möjlighet att beställa en extern oberoende utvärdering. Regeringen skulle välkomna en sådan utvärdering.

I betänkandet 2005/06:FiU12 anger Finansutskottet, som nämnts, att regeringen bör överväga om det övergripande målet för skuldförvaltningen behöver kvalificeras med avseende på en likvid och effektiv statspappersmarknad.

Regeringen fastställer sedan 1998 ett mål för marknads- och skuldvärden; Riksgäldskontoret skall genom marknads- och skuldvard bidra till att förbättra marknadens funktion utan att målet om långsiktig kostnadsminimering åsidosätts. Målet fanns t.o.m. 2005 intaget i regleringsbrevet för Riksgäldskontoret, men ingår fr.o.m. 2006 som en del i regeringens riktlinjer för skuldförvaltningen.

Skälen för målformuleringen av marknads- och skuldvärden redogjordes för i regeringens proposition 1997/98:154 Förvaltningen av statsskulden. Här betonas att väl fungerande marknader bidrar till att reducera likviditets- och riskpremier i statens upplåning. Marknads- och skuldvard blir därmed ett naturligt inslag i strävan att långsiktigt minimera kostnaderna för statsskulden. Marknads- och skuldvard ses som ett medel att nå det övergripande målet – inte som ett mål i sig.

Att introducera ett marknadsvårdsmål vid sidan av kostnadsminimeringsmålet bedömdes inte som lämpligt. Ett skäl är att den praktiska implementeringen av ett separat marknadsvårdsmål är svårt. Kalkyler som är tänkta att skatta värdet av åtgärder som syftar till att åstadkomma bättre fungerande marknader blir med nödvändighet komplexa och osäkra. Därtill är resultaten av marknadsvårdande insatser svåra att beräkna, vilket inte minst de senaste åren utvärderingar har visat. Ett annat skäl är att styrningen och utvärderingen av skuldförvaltningen riskerar att kompliceras om två likställda mål samtidigt skulle beaktas.

Sammantaget bedömer regeringen att marknads- och skuldvardsmålet, liksom i dag, formuleras bäst inom ramen för det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Riksgäldskontoret har därutöver, såsom anfördes i den sistnämnda propositionen, möjlighet att begära särskilda medel om en marknadsvårdande operation bedöms som nödvändig, trots att den beräknas öka kostnaderna för statsskulden. Denna prövning sker då inom ramen för den sedvanliga statliga budgetprövningen.

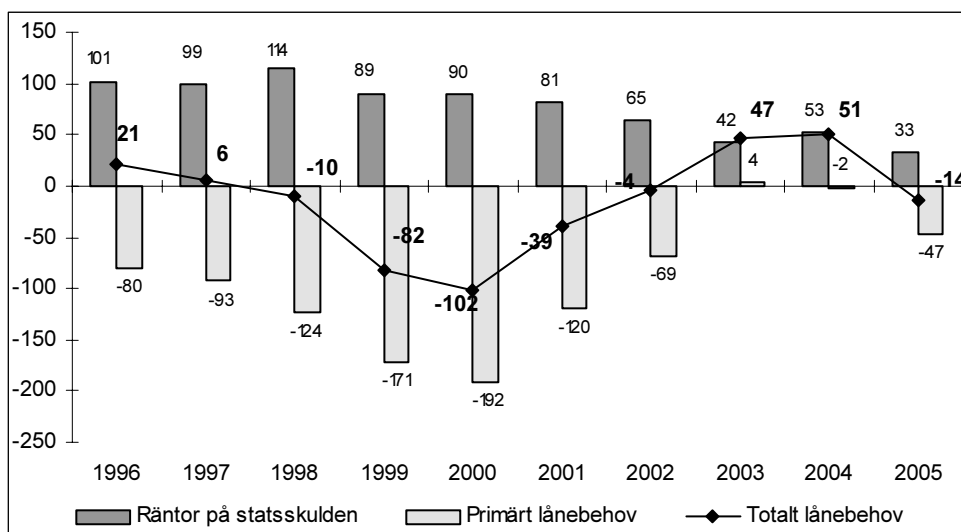
3 Utvecklingen av lånebehov och statsskulden

3.1 Lånebehovets utveckling

Under 2005 gjorde staten ett överskott på 14 miljarder kronor, dvs. statens lånebehov¹ var negativt.

Lånebehovet har varierat kraftigt under det senaste årtiondet. I början av 1990-talet var lånebehovet relativt litet, för att sedan snabbt öka till som mest 242 miljarder kronor (16 % av BNP) under 1993. Utvecklingen berodde främst på den djupa lågkonjunktur som drabbade Sverige, med kraftigt stigande statliga utgifter och vikande skatteintäkter. Lånebehovet minskade därefter successivt, främst till följd av en snabbare ekonomisk tillväxt, en förhållandevis kraftig sanering av statens finanser och olika positiva engångseffekter, exempelvis utförsäljning av statlig egendom, överföring av obligationer från AP-fonderna till Riksgäldskontoret i samband med pensionsreformen samt extra utdelningar från Riksbanken. Statsbudgeten visade överskott 1998 till 2002 och som störst var budgetöverskottet 102 miljarder kronor 2000.

Diagram 3.1: Statens lånebehov 1996–2005, totalt samt fördelat på statsskuldsräntor och primärt lånebehov (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Lånebehovet bestäms av det primära lånebehovet och räntebetalningarna på statsskulden. Det primära lånebehovet består i sin tur av statens primära saldo och Riksgäldskontorets nettoutlåning till myndigheter, affärsverk och vissa statliga bolag. Primärsaldot, dvs. nettot av in- och utbetalningar kopplade till statsbudgeten, påverkas i hög grad av den ekonomiska utvecklingen och den finanspolitik som förs. Riksgäldskontorets nettoutlåning påverkas främst av enskilda komponenter, exempelvis betalningar kopplade till premiepensionssystemet, studiemedelssystemet eller särskild utlåning till infrastrukturinvesteringar. Räntebetalningarna

¹ Statens lånebehov är sedan 1997 definitionsmässigt lika med statsbudgetens saldo, men med omvänt tecken.

på statsskulden beror framför allt på skuldens storlek och egenskaper, det allmänna ränteläget samt kursutvecklingen för den svenska kronan.

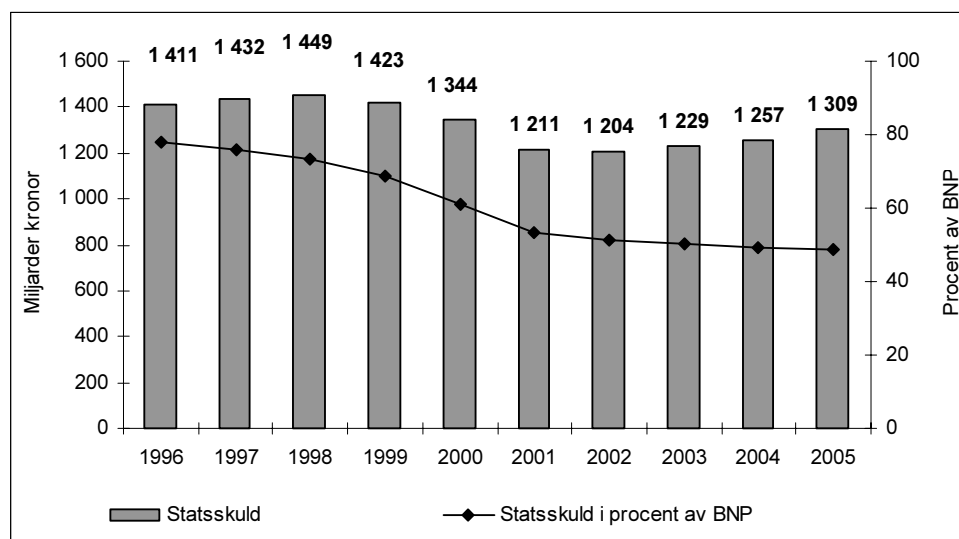
Under 2005 förbättrades statens budgetsaldo med 65 miljarder kronor till ett överskott på 14 miljarder kronor, dvs. lånebehovet var negativt. Det primära överskottet var 47 miljarder kronor 2005. Utmärkande för 2005 var att företagsskatterna ökade starkt. Även intäkterna från konsumtionsbaserade skatter steg, liksom utdelningarna från företag med statligt ägande. Utgifterna för transfereringar till hushållen ökade under 2005, framför allt barnbidrag och pensioner. Andra utgifter som steg var utgifter för bistånd och EU-stöd till jordbrukssektorn samt skatteutbetalningarna till kommuner och landsting.

Räntebetalningarna på statsskulden uppgick till 33 miljarder kronor 2005, vilket var 20 miljarder mindre än 2004. Nedgången beror framför allt på högre valutavinster. Under 2005 gjorde staten en valutavinst på 10 miljarder kronor, jämfört med en förlust 2004 på 5 miljarder kronor. Även de realiserade kursförlusterna minskade 2005 jämfört med 2004. Lägre räntenivåer i Sverige och internationellt bidrog marginellt till minskade räntebetalningar under 2005.

3.2 Statsskuldens utveckling

Statsskulden uppgick vid utgången av 2005 till 1 309 miljarder kronor, en ökning med 51 miljarder jämfört med 2004.² Som andel av BNP var statsskulden 49 procent vid utgången av 2005, vilket är 1 procentenhet lägre än föregående år.

Diagram 3.2: Statsskulden 1996–2005 (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 1999–2004 enligt de nya principerna.

² Siffran avser den okonsoliderade statsskulden, dvs. den skuld som förvaltas och redovisas av Riksgäldskontoret. I budgetpropositionen och skrivelsen Årsredovisning för staten redovisas huvudsakligen ett konsoliderat skuldmått där statliga myndigheters innehav av statspapper eliminerats. Från och med 2003 redovisas statsskulden enligt nya principer. Skuldinstrumenten redovisas till nominellt slutvärde och dessutom inkluderas derivatinstrument, som skuldbytesavtal och valutaterminer.

Förändringar i statsskuldens storlek kan inte helt förklaras av förändringar i lånebehovet för ett givet år. Hänsyn måste tas till faktorer som påverkar statsskulden utan att påverka lånebehovet och tvärtom.

Till exempel tas valutaskulden upp 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 2005 medförde den svenska kronans försvagning att valutaskulden ökade med 29 miljarder kronor, vilket till stor del förklarar skillnaden i utveckling mellan lånebehovet och statsskulden 2005 (se tabellen nedan).

Tabell 3.1: Statens lånebehov och statsskuldens förändring 2001–2005 (miljarder kronor).

	2001	2002	2003	2004	2005
Statens lånebehov	-38,7	-3,5	46,6	50,5	-14,1
Orealiserade valutakursdifferenser	12,5	-31,5	-18,4	-9,5	29,0
<u>Övriga skulddispositioner</u>	<u>-106,8</u>	<u>28,7</u>	<u>-3,8</u>	<u>-12,5</u>	<u>36,3</u>
Summa	-94,3	-2,8	-22,2	-22,0	65,3
Statsskuldens förändring	-133,0	-6,3	24,4	28,5	51,4

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm: Riksgäldskontoret gjorde i juni 2005 en rättelse av lånebehovet för perioden november 2002 till april 2005. Rättelsen påverkade lånebehovet med -2,3 miljarder kronor 2002, 0,2 miljarder kronor 2003 och -2,8 kronor 2004.

Andra skulddispositioner som påverkar statsskulden men ej lånebehovet är Riksgäldskontorets kortfristiga placeringar över årsskiftet. Öväntat små lånebehov i december 2005 medförde att den kortfristiga upplåningen blev större än vad som behövdes. Överskottet placerades på bankkonto över årsskiftet. De kortsiktiga placeringarna var 22 miljarder kronor högre per 31 december 2005 än ett år tidigare vilket innebar att statsskulden ökade i samma omfattning.

Faktorer som påverkar lånebehovet men inte den redovisade statsskulden är bl.a., vissa fordringar och skulder i upplåningsverksamheten samt vissa bokslutsjusteringar.

3.3 Statsskuldens sammansättning

Upplåningen och förvaltningen av statsskulden sker i tre skuldsdrag:

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

Andelen skuld i utländsk valuta växte snabbt under första halvan av 1990-talet, från under 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, del-

vis till följd av att kronans värde föll. Från 2002 till 2004 minskade utlandsskulden kraftigt till följd av amorteringar och en gynnsam utveckling för kronan. Vid utgången av 2005 uppgick skulden i utländsk valuta till 304 miljarder kronor, vilket motsvarar 23 procent av statsskuldens totala värde.

Tabell 3.2: Statsskuldens sammansättning 2001–2005 (miljarder kronor och i procent av statsskuld).

	2001	2002	2003	2004	2005
Nom. lån i svenska kronor	686	671	726	766	798
<i>Nom. lån i svenska kronor, andel</i>	<i>57%</i>	<i>56%</i>	<i>59%</i>	<i>61%</i>	<i>61%</i>
Reala lån i svenska kronor	117	158	173	190	208
<i>Reala lån i svenska kronor, andel</i>	<i>10%</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>15%</i>	<i>16%</i>
Lån utländsk valuta, inkl. skuldskötsel	407	375	330	301	304
<i>Lån i utländsk valuta, andel</i>	<i>34%</i>	<i>31%</i>	<i>27%</i>	<i>24%</i>	<i>23%</i>
Statsskulden	1 210	1 204	1 229	1 257	1 309

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. Jämförelseuppgifterna har justerats och redovisas enligt de nya principerna.

Nominell upplåning i svenska kronor utgör den viktigaste finansieringskällan för statsskulden och står för 61 procent av skuldstocken.

Den nominella skulden i svenska kronor uppgick till 798 miljarder kronor 2005. Merparten av den nominella upplåningen i svenska kronor sker på den inhemska värdepappersmarknaden genom statsobligationer och statsskuldväxlar. Till kronskulden räknas även kortfristiga bankplaceringar (deposits), repor och likviditetsväxlar som används för att hantera de dagliga likviditetsförändringarna i statens kassa till följd av betalningsflödena till och från staten.

Internetförsäljningen av statspapper, Statspapper för alla, ökade 34 procent till 500 miljoner kronor under 2005.

Till den nominella delen av skulden hör även merparten av privatmarknadsupplåningen. Den innebär att Riksgäldskontoret kan bredda upplåningen till fler långivare, dvs. både privatpersoner och företag. Privatmarknadsupplåningen uppgick till 63 miljarder kronor 2005, nästan 5 procent av den totala statsskulden. Den största delen av privatmarknadsupplåningen består av premieobligationer som vid utgången av 2005 uppgick till 42 miljarder kronor. Resterande del av den nominella privatmarknadsupplåningen utgörs av Riksgäldspar.

Tabell 3.3: Statsskuldens sammansättning fördelat på olika skuldslag 2001–2005 (miljarder kronor och i procent av statsskuld) Skr. 2005/06:104

	2001	2002	2003	2004	2005	Andel av statsskuld
Statsobligationer	353	351	395	426	424	32,4%
Statsskuldväxlar	227	219	245	259	288	22,0%
Premieobligationer	44	41	39	38	42	3,2%
Riksgäldsspar (nom.), räntekonto	14	17	19	21	21	1,6%
Likviditetshanteringsinstrument	48	43	29	22	23	1,7%
Valutaterminer m.m.	0	0	-1	0	0	0,0%
Nom. lån i svenska kronor	686	671	726	766	798	61,0%
Realobligationer	116	157	172	189	207	15,8%
Riksgäldsspar, realt	1	1	1	1	1	0,1%
Reala lån i svenska kronor	117	158	173	190	208	15,9%
Lån utländsk valuta	407	375	330	301	303	23,1%
Statsskulden	1 210	1 204	1 229	1 257	1 309	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.

Den svenska marknaden för realobligationer har funnits sedan 1994 och har gradvis utvecklats. Vid utgången av 2005 uppgick realskulden till 208 miljarder kronor, dvs. omkring 16 procent av den totala statsskulden. I skuldslaget ingår även den del av Riksgäldsspar som innefattar reala upplåningsinstrument.

Sammanfattning: Inriktningen att förändra den långsiktiga skuld-sammansättningen mot en mindre andel valutaskuld och en större andel realskuld synes ha varit väl motiverad ur risk- och kostnadssynpunkt. De förkortningar av statsskuldens löptid som skett sedan 2000 förefaller ha genomförts i ett gynnsamt läge och beräknas ha minskat statens lånekostnader. Skälen för att behålla fattade löptidsbeslut oförändrade under 2005 och inför 2006 synes ha varit välgrundade.

Bakgrund

Regeringens riktlinjer vilar på ett antal centrala ställningstaganden som avser att tydliggöra de principer och förutsättningar som statsskuldspolitiken vilar på. Genom åren har en rad frågor behandlats, t.ex. vilka kostnads- och riskmått som ska användas, Riksgäldskontorets valutaväxlingar mellan kronor och utländsk valuta samt förutsättningarna för kontorets positionstagande i kron- och valutaskuld. Regeringens beslut om riktlinjer har ett flerårigt tidsperspektiv i syfte att skapa förutsättningar för långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken. Exempelvis omfattade riktlinjebeslutet för 2005 åren 2005–2007 där riktlinjerna för 2006–2007 var att betrakta som preliminära.

Till de mest centrala ställningstagandena hör besluten om långsiktig inriktning för sammansättningen och löptiden i statsskulden. Sedan början av 2000-talet har regeringen sökt att långsiktigt reducera andelen valutaskuld och öka andelen realskuld i statsskulden. De främsta skälen för detta är riskreducering, även om kostnadsargument dessutom kan användas som stöd. Regeringen har också sökt att förkorta löptiden i den nominella delen av skulden, främst med kostnadsargument som grund. De närmare skälen för detta redovisas senare i avsnittet. Det är också dessa delar som varit i fokus för tidigare års utvärderingar av regeringens riktlinjebeslut och de delar som regeringen främst avser att belysa även i år.

När det gäller principer för utvärdering av riktlinjer har regeringen uttalat, och fått stöd av finansutskottet, att besluten bör utvärderas direkt mot det långsiktiga målet för statsskuldspolitiken. Av detta följer att redovisningen till riksdagen främst bör avse de strategiska överväganden som låg till grund för besluten och ske i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Ett annat krav är att utvärderingen styrs av principer som lagts fast i förväg, eftersom utvärderingen annars riskerar att bli godtycklig. Det går sannolikt alltid i efterhand att konstruera andra riktlinjer eller skuldportföljer som skulle ha gett lägre kostnader och/eller lägre risk. Statens riskbenägenhet bör vara en central aspekt vid beslut om riktlinjer.

Riktlinjebesluten för 2001–2004

Inför regeringens riktlinjebeslut för 1999 och 2000 fanns inte tillräckligt underlag för att fastställa önskvärd fördelning av de olika skuldande-

larna. Därför syftade riktlinjerna i allt väsentligt till att hålla skuldens portföljandelar oförändrade.

Inför 2001 års riktlinjebeslut 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. Regeringen 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 mer ALM-inspirerat (ALM: Asset-Liability Management) perspektiv riskerar valutaskuld dessutom att förstärka svängningarna i statsfinanserna, eftersom ökade valutaskuldräntor i stor utsträckning visat sig sammanfalla med ökade budgetbelastningar i tider då statsfinanserna av konjunkturskäl varit svaga.

Regeringen ansåg även att de kostnadsmässiga argumenten för valutaskuld förlorat i tyngd. Budgetsaneringen, ökad trovärdighet för prisstabilitet och fallande inflation ansågs ha bidragit till minskad ekonomisk och politisk osäkerhet i Sverige. Tidigare stora ränteskillnader mot andra europeiska ekonomier minskade kraftigt och skäl sänkades för att framöver anta långsiktiga systematiska kostnadsskillnader mellan upplåning i svenska kronor och upplåning i utländsk valuta.

Valutaupplåning bör även betraktas som ett flexibelt instrument för att snabbt låna stora volymer, om lånebehovet skulle stiga kraftigt. Detta förutsätter dock att valutaskulden i utgångsläget inte är alltför stor. Genom reducerad valutaskuld skaffar sig staten således en ökad handlingsfrihet ifall det statsfinansiella läget skulle försämrats kraftigt och inhemsk upplåning skulle te sig som ett kostsamt alternativ. Svensk valutaskuld tedde sig också hög i förhållande till andra OECD-länder.

Sammantaget ansåg regeringen att det fanns tillräckliga skäl för att minska andelen valutaskuld. Riktvärdet för amorteringstakten höjdes därför från 25 miljarder kronor 1999–2000 till 35 miljarder kronor 2001. För 2002 och 2003 angavs preliminärt samma amorteringstakt. Riksgäldskontoret tilläts avvika från riktvärdet med ± 15 miljarder kronor och regeringen förtydligade även att kontoret skulle väga in kostnader och risk i beslut om amorteringstakten. Efter att Riksgäldskontoret valt att utnyttja mandatet och anpassat amorteringstakten nedåt, sänkte regeringen i juli 2001 riktvärdet för valutaamorteringen 2001 från 35 till 25 miljarder kronor. Anpassningarna gjordes av kostnadsskäl i och med den svenska kronans kraftiga försvagning från och med senhösten 2000.

Sedan riktlinjebeslutet för 2001 har regeringen poängterat realskuldens betydelse och ansett att andelen real skuld i statsskulden långsiktigt bör öka. Tidigare var ambitionen att stocken utestående realräntelån inte skulle minska, men att en minskning kunde tillåtas av marknadsvårdande skäl. Regeringens ambition att öka andelen real skuld på lång sikt motiveras främst av riskmässiga skäl. Real upplåning bidrar till att diversifiera upplåningen till ytterligare en typ av finansiering utöver nominell kron- och valutaupplåning och det finns skäl att anta att real upplåning bidrar till att minska risken i en skuldportfölj väsentligt.

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. Regeringen angav inte något mål för den reala skuldandelen utan bedömde att ökningstakten skall vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag, med beaktande av risk. Denna avvägning är Riksgäldskontorets ansvar.

Tabell 4.1: Regeringens riktvärde för valutaamortering och sålda volymer av realobligationer (miljarder kronor)

	2001	2002	2003	2004	2005
Riktlinjer, valutaupplåning netto	-35	-15	-25	-25	-25
Realupplåning, såld volym	11	23	18	18	12

Anm: Riktvärdet för valutaamorteringen sänktes till 25 miljarder kronor i juli 2001.

I riktlinjerna för 2001 hölls genomsnittlig löptid i den nominella skulden konstant på 2,7 år. Skälen för detta var kostnadsrädd och i allt väsentligt desamma som vid beslutet 2000 att förkorta durationen i den nominella skulden³. En normalt sett positivt lutande avkastningskurva förväntades 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. Samtidigt bedömdes riskökningen av förkortningen som marginell. Även modellanalyser gav stöd för den uppfattningen. Dessutom såg utsikterna för statsfinanserna allt stabilare ut, vilket talade för att en begränsad ökning av risken i förvaltningen av statsskulden kunde accepteras. Löptidsriktvärdet på 2,7 år behölls t.o.m. 2004.

Tabell 4.2: Löptider i den nominella kron- och valutaskulden samt i den reala delen av statsskulden (genomsnittlig duration, år)

	2001	2002	2003	2004	2005
Realskuld	9,4	10,2	10,7	11,0	10,7
Nominell skuld	2,7	2,6	2,7	2,8	2,7
Total skuld	3,3	3,4	3,8	4,1	4,1

Källa: Riksgäldskontoret.

I riktlinjerna för 2002 valde regeringen att sänka den långsiktiga amorteringstakten av valutaskulden från 35 till 25 miljarder kronor, eftersom de statsfinansiella utsikterna och utvecklingen av statsskulden inte framstod som lika goda som inför föregående riktlinjebeslut. För 2002 angavs amorteringstakten dock till 15 miljarder kronor, eftersom det fanns en risk att kronan skulle ligga kvar på en svag nivå med en kostsam amortering av valutaskulden som följd.

I riktlinjebeslutet för 2003 angavs ett riktvärde för valutaamorteringarna till 25 miljarder kronor, dvs. samma nivå som den långsiktigt angivna amorteringstakten. De statsfinansiella utsikterna och bedömningen av lånebehovsutvecklingen hade försämrats något jämfört med

³ Den genomsnittliga löptiden för den nominella skulden i kronor och utländsk valuta sänktes, enligt regeringens riktlinjer, från 3,0 till 2,7 år under 2000.

året innan, men utgjorde inget tungt vägande skäl för att frångå den långsiktiga inriktningen. Då den svenska kronan hade stärkts under 2002 och bedömdes stärkas ytterligare, gav inte heller kronans utveckling något skäl till att avvika. I stort sett samma resonemang fördes i riktlinjebeslutet för 2004.

Riktlinjebeslutet 2005

I riktlinjebeslutet för 2005 valde regeringen att precisera sin syn på utvecklingen av statskuldens 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 fullt ut korrelerade med svenska räntor. Amorteringstakten i valutaskulden angavs till 25 miljarder kronor 2005 med oförändrad inriktning 2006–2007. Från detta riktvärde tilläts Riksgäldskontoret att avvika med ± 15 miljarder kronor. I sådana strategiska beslut skall kostnader och risk vägas in.

För realskuldens del bedömdes en andel på 20–25 procent ge en tillräckligt likvid realobligationsmarknad och möjlighet för staten att tillgodogöra sig realskuldens diversifieringseffekt. Ökningstakten, som regeringen sedan 2001 delegerat till Riksgäldskontoret, skall vägas mot efterfrågan på realobligationer samt kostnader och risker för annan upplåning.

När det gäller den genomsnittliga löptiden beslutade regeringen inför 2005 att ytterligare korta löptiden i den nominella skulden; från 2,7 år till 2,5 år. Anpassningen skulle ske gradvis under året. Det främsta skälet var att statsskuldens sammantagna löptid, genom den reala upplåningens relativt långa löptid och ökande skuldandel, hade ökat från drygt 3 år till upp mot 4 år sedan 2000. Samtidigt hade valutaandelen minskat. Utvecklingen ansågs ge utrymme för att tillåta en något högre risk i den nominella skulden genom en löptidsförkortning till 2,5 år. Riksgäldskontoret gavs mandat att besluta om löptidsriktmärken som avviker med högst $\pm 0,3$ år från riktvärdet.

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

Långsiktig inriktning på sammansättningen av statskulden

Under utvärderingsperioden 2001–2005 har valutaandelen minskat från 34 till 23 procent och realskulden ökat från 10 till 16 procent. I absoluta tal innebär detta en minskning av valutaskulden med 100 till 300 miljarder kronor och en ökning av realskulden med 80 till 200 miljarder kronor. Detta torde ha reducerat skuldräntorna och statsbudgetens sårbarhet för kraftiga försvagningar av den svenska kronan. I kostnadstermer har t.ex. räntekostnaderna för valutaskulden mer än halverats under perioden 2001–2005 även om detta också är en effekt av kronans förstärkning och internationellt fallande räntor under perioden.

Tabell 4.3: Statsskuldens kostnader (miljarder kronor)

Skr. 2005/06:104

	2001	2002	2003	2004	2005
Räntekostnader på lån i svenska kronor	51	71	51	52	49
Räntekostnader på lån i utländsk valuta	52	39	29	23	24
Realiserade valutadifferenser	12	7	4	5	-10
Realiserade kursdifferenser	5	4	4	14	8
Orealiserade valutadifferenser	6	-18	-15	-5	22
Över-/underkurs vid emission m.m.	2	-7	-3	-8	-7
Summa kostnader	128	96	70	81	86
Ränteintäkter i upplåningsverksamheten	-41	-39	-32	-27	-27
Nettokostnader efter intäkter, exkl. skuldskötselåtgärder	87	57	38	54	59
Orealiserade valutavinster (-)/förluster (+), skuldskötselinstrument	7	-14	-3	-5	8
Nettokostnader inkl. skuldskötselåtgärder	94	43	35	49	67

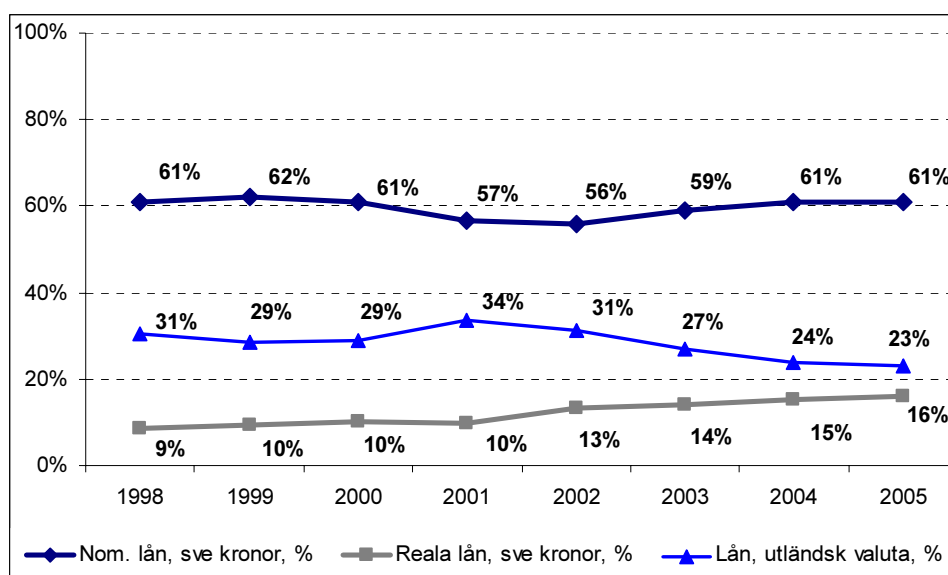
Källa: Årsredovisning för staten 2005 (skr. 2005/06:101)

Det kan naturligtvis diskuteras om minskningen av valutaskulden gått tillräckligt snabbt. Utvecklingen under 2005 illustrerar 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.

Den långsiktiga amorteringstakten av valutaskulden, som i regel uppgått till 25 miljarder kronor per år, tycks ha utgjort en rimlig avvägning mellan att markant reducera valutaskulden och de prognoser om statens lånebehov som vid beslutstillfällena funnits tillgängliga. Avvikelser från den långsiktiga inriktningen, även de gjorda av Riksgäldskontoret, har motiverats av att undvika dyr valutaväxling i utbyte mot en risk för ökade kostnader i framtiden.

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

Diagram 4.1: Statsskuldens sammansättning (procent)

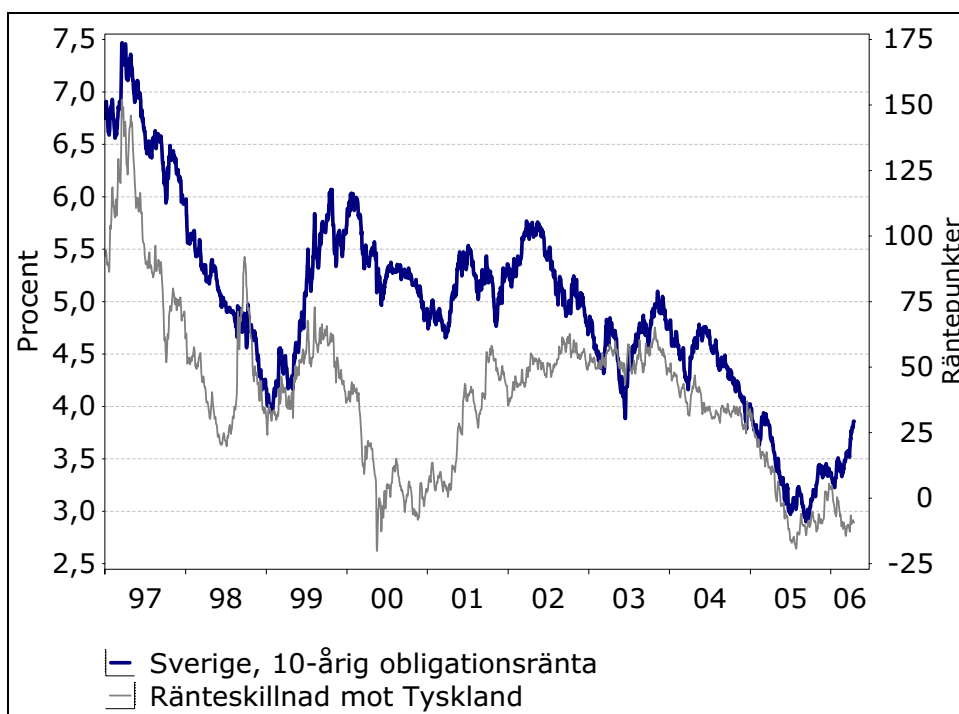


Källa: Riksgäldskontoret

Även ur ett kostnadsperspektiv synes omriktningen av skuldsammansättningen ha fallit väl ut. Svenska räntespreadar mot omvärlden har stabiliserats och svenska räntor är i dag t.o.m. lägre än tyska räntor. Argumentet att kostnadsskäl för utländsk upplåning i stor utsträckning har bortfallit kan därmed anses giltigt.

För den reala upplåningen pekar preliminära beräkningar på kostnadsbesparingar på upp till 16,6 miljarder kronor jämfört med nominella statsobligationer med motsvarande löptider sedan 1996. Framst är detta en effekt av fallande inflation och oväntat låga inflationsutfall under 2000-talet. Kostnadsbesparingar för de realobligationer som förfallit har också visat på stora vinster. Det bör betonas att det är Riksgäldskontoret som svarar för att väga av takten i den reala upplåningen mot efterfrågan och kostnaden med beaktande av risk i andra skuldslag.

Diagram 4.2: Svensk tioårsränta och ränteskillnad mot den tyska tioårsräntan (procent)



Källa: Ecwin

Förkortning av genomsnittlig löptid i den nominella skulden

Regeringens skäl för att förkorta löptiden i den nominella skulden 2000 var främst kostnadsmissiga då lägre lånekostnader i skuldförvaltningen kunde förväntas samtidigt som riskökningen förväntades vara marginell. Även en ökad realandel och stabilare statsfinanser talade för att en begränsad ökning av risken i den nominella skulden kunde accepteras. Sedan 2000 har regeringen kvantitativt utvärderat besluten genom att jämföra en portfölj efter löptidsförkortningen med status quo-portföljen vid beslutstillfället.

I förra årets utvärdering redovisades en besparing av löptidsförkortningen 2000–2004 på drygt 2 miljarder kronor. Regeringen pekade dock på att den långsiktigt årliga kostnadsbesparingen av löptidsförkortningen troligtvis är betydligt lägre än vad beräkningarna visar. Alternativa be-

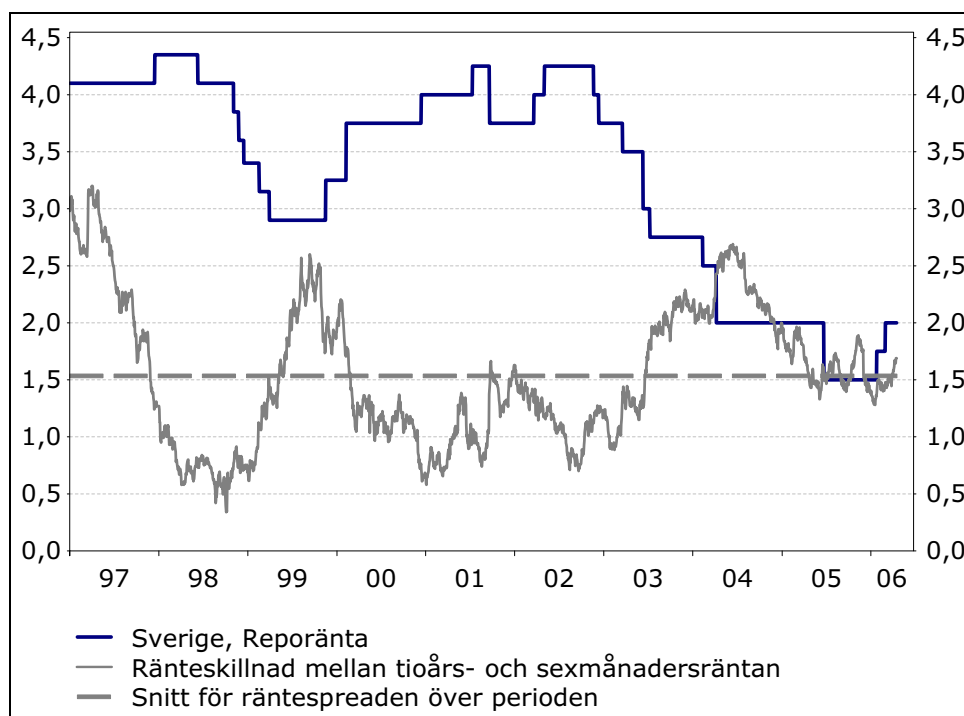
räkningar baserade på steady-state-portföljer, dvs. portföljer vars förfalloprofil inte ändras över tiden, pekar mot en kostnadsbesparing på i storleksordningen 250 miljoner kronor per år, vilket i större utsträckning speglar den långsiktiga nivån på kostnadsbesparingen.

För 2005 beräknas förkortningen från 2,7 år till 2,5 år ha lett till en besparing på 240 miljoner kronor. De förkortningar av statsskuldens löptid som skett 2000 och 2005 förefaller ha gjorts i ett gynnsamt läge och beräknas ha minskat lånekostnaderna för den svenska staten.

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 svensk tioårs- och sexmånadersränta 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 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. En tillbakablick på ränteutvecklingen på 2000-talet visar att denna risk inte har materialiserats.

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



Källa: Ecwin

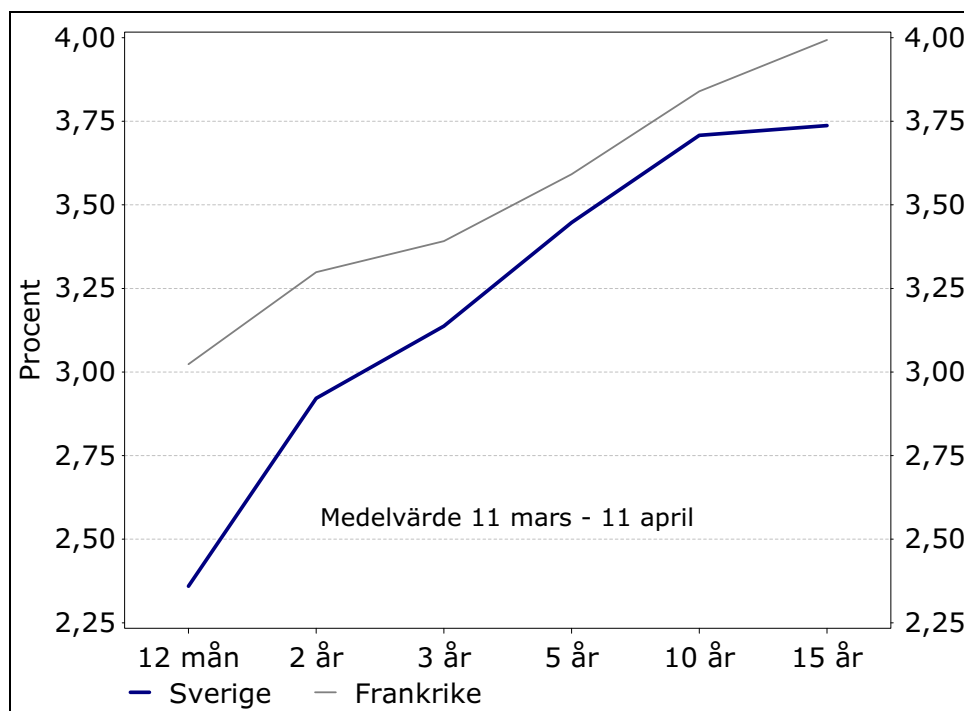
I riktlinjer för 2005 beslutade regeringen att sänka riktvärdet för den genomsnittliga durationen i den nominella kron- och valutaskulden från 2,7 år till 2,5 år i slutet av 2005. Detta gjordes i syfte att minska kostnaderna för statsskulden. Samtidigt pekade regeringen på att övergången till nytt solvenssystem för försäkringsföretag kan komma att påverka efterfrågan på långa obligationer och att betydande förändringar i marknadsmiljön kommer att beaktas i kommande riktlinjebeslut.

Året 2005 präglades i stor utsträckning av några ovanliga förhållanden på svensk räntemarknad. Efterfrågan på långa svenska nominella obligationer förefaller ha varit relativt stark och lutningen på den svenska avkastningskurvan blev flackare under 2005. De långa obligationsräntorna, såväl i Sverige som i många andra länder, noterades på historiskt låga nivåer. Några möjliga orsaker till detta är att asiatiska länders sparandeeöverskott kanaliserats till amerikanska och europeiska obligationsmarknader samt att privat pensionssparande i ökad utsträckning placeras i långa nominella obligationer. Även centralbankers köp av amerikanska statspapper brukar nämnas i sammanhanget. Låga inflationsutfall gav samtidigt utrymme för att hålla styrräntor på låga nivåer. Den fortgående globaliseringen och hög produktivitet i många länder bidrog till dessa förhållanden. Sammantaget är det ovanligt att ränteskillnaden mellan lång och kort löptid är så pass liten samtidigt som de korta räntorna ligger på en låg nivå.

Förhållandena beror dels på en internationell utveckling, dels på mer specifika svenska förhållanden såsom spekulationer kring effekterna av den nya tillsynsmodellen för livförsäkringsbolag som Finansinspektionen införde vid årsskiftet 05/06. Under 2005 fördes därför en diskussion om i vilken utsträckning staten har ett ansvar att ge ut långa obligationer för att underlätta övergången till det nya tjänstepensionssystemet till följd av EU:s tjänstepensionsdirektiv. Liknande frågeställningar togs även upp i Riksbankens remissvar på Riksgäldskontorets riktlinjeförslag för 2006 (Fi 2005/4589) och i hemställan från Tjänstepensionsförbundet (Fi 2005/4550) till regeringen. En förlängning av löptiden i statsskulden ger normalt utrymme för en ökad emission av långa obligationer. Frågeställningarna behandlades bl.a. i regeringens riktlinjer för 2006.

Att den svenska avkastningskurvas lutning har blivit flackare och att Sverige har en negativ räntedifferens mot europeiska räntor pekar mot en relativt stark efterfrågan i den långa änden av den svenska avkastningskurvan. Detta indikeras bl.a. av skillnader i svensk avkastningskurva jämfört med t.ex. den franska kurvan där den svenska avkastningskurvan i 10–15-årssegmentet är betydligt flackare. En annan indikator på samma fenomen är svensk femårig implicit swappränta som avvikit mer och mer från länder inom EMU under 2005. Relativt höga teckningskvoter i Riksgäldskontorets emissioner av statsobligationer 2005 ger stöd i samma riktning. Förväntningar på effekter av de nya placeringsreglerna för tjänstepensionsbolag har sannolikt haft en inverkan på detta.

Diagram 4.4: Svensk och fransk avkastningskurva (procent).



Källa: Ecowin

Frågan är då om de ovanliga förhållandena på svensk räntemarknad under 2005 utgjort tillräckliga skäl för att förlänga genomsnittlig löptid i nominell statsskuld. En nyckelfråga för regeringen i avvägningen mellan förväntad kostnad och risk i statsskuldspolitiken är lutningen på den svenska avkastningskurvan i ett långsiktigt perspektiv. En relativt flackare avkastningskurva innebär – allt annat lika – att det blir billigare att minska risken genom att förlänga löptiden i den nominella delen av statsskulden. Den svenska avkastningskurvas avtagande lutning under 2005 skulle därmed i sig kunna ha utgjort ett motiv för att förlänga genomsnittlig löptid i statsskulden. Regeringen har dock pekat på att lutningen i ett historiskt perspektiv inte kan betecknas som särskilt flack, i alla fall inte i löptider upp till tio år. Det är också osäkert hur länge kurvans flackhet kan tänkas bestå. Flera faktorer, såsom väl förankrade inflationsförväntningar och förändrade demografiska sparandemönster, talar för att strukturella förändringar i efterfrågan på långa obligationer kan vara på väg att utvecklas. Regeringen har dock ansett att det ännu är för tidigt att avgöra om förändringarna är av varaktig karaktär eller inte. Utöver detta har den senare tidens utveckling i statsfinanserna inneburit att behovet av riskreducering i statsskuldspolitiken är mindre än tidigare. Statsfinanserna bedöms fortsätta utvecklas väl med ett lånebehov och en statsskuld i termer av BNP som faller de närmaste åren. En fortsatt riskdiversifiering via en ökad andel realskuld bidrar 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.

Det finns även likviditetsrestriktioner som begränsar svenska statens möjligheter att förse marknaden med statsobligationer med lång löptid. De flesta skuldförvaltare opererar under mandat om långsiktig kostnads-

minimering med beaktande av risk. Inom ramen för detta mål har vissa förvaltare, främst större sådana, funnit utrymme att emittera långa statspapper och därigenom tillhandahållit riskfria referensräntor i den långa änden av avkastningskurvan. Här kan bl.a. Tyskland, Storbritannien, Frankrike och Italien nämnas som under 2005 emitterat statspapper med mycket lång löptid.

För mindre skuldförvaltare, såsom Riksgäldskontoret, är möjligheterna att skapa god likviditet i många löptider mer begränsade. Målet för skuldens genomsnittliga löptid och utvecklingen i statens lånebehov avgör i stor utsträckning hur långt ut på avkastningskurvan staten kan emittera utan att det får negativa konsekvenser för likviditet och emissionsförhållanden i andra löptider. I Riksgäldskontorets fall bör det också beaktas att Sverige är ett eget valutaområde. Till detta kan läggas att förhållandena under 2005 var särskilt besvärliga, främst då lånebehovet föll kraftigt under årets lopp. Fallande räntor medför stigande duration i den nominella statsskulden och försvårar därmed för Riksgäldskontoret att väga följsamhet gentemot uppsatt målduration mot att upprätthålla emissionsvolymerna i obligationsstocken. Den nominella delen av statsskulden var dessutom under anpassning till en kortare löptid vilket i sig har konsekvenser för emissionsutbudet i de längre löptidssegmenten.

Sammantaget innebar detta att begränsningarna i utbudet av statsobligationer var särskilt stora under 2005. Emissionsvolymerna per auktion uppgick till endast 2 miljarder kronor under andra halvåret 2005 mot mer normala 3–4 miljarder kronor per auktion. Situationen bedöms dock förbättras 2006 och Riksgäldskontoret drog redan i mars i år upp obligationsvolymerna till 3 miljarder per auktion, vilket summerar till 64 miljarder kronor totalt för året.⁴

Regeringen har även påpekat att staten inte är den enda emittenten på räntemarknaden som erbjuder placeringar i långa räntepapper. Andra emittenter, såsom bostadsinstitut, kommuner, mellanstatliga organ m.fl., utgör allt viktigare aktörer för att skapa en likvid obligationsmarknad. Vidare finns det en stor och likvid eurobondmarknad som erbjuder investeringsalternativ för investerare som önskar värdepapper med låg risk och lång löptid.

⁴ Statsupplåning – Prognos och analys, 2006:1.

5 Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut

Skr. 2005/06:104

5.1 Riksgäldskontorets fördelning av skulden på olika skuldslag

Regeringens bedömning: De amorteringsbeslut som fattats av Riksgäldskontoret har varit välgrundade, både ur kostnads- och risksynpunkt. Besluten att skjuta på en del av amorteringarna av valuta-skulden under 2001 och 2002 beräknas ha lett till kostnadsbesparingar på i storleksordningen 1,2 miljarder kronor. Avvikelsebeslutet 2005 är för tidigt att utvärdera.

Bakgrund: Utvärderingen av Riksgäldskontorets strategiska beslut avser de interna riktlinjer och ramar som fastställs av styrelsen. Dessa omfattar flera centrala ställningstaganden. Bland annat har kontoret inom ramen för det övergripande målet för statskuldsförvaltningen och regeringens riktlinjer möjlighet att fatta strategiska beslut om fördelningen av stats-skulden mellan olika skuldslag, 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 avvikelsetintervallet från riktvärdet angetts till ± 15 miljarder kronor. Under 2001–2002 valde Riksgäldskontoret att avvika från riktvärdet för valutaamorteringarna, vilket regeringen preliminärt har utvärderat tidigare år. I år sker slututvärderingen av dessa delar.

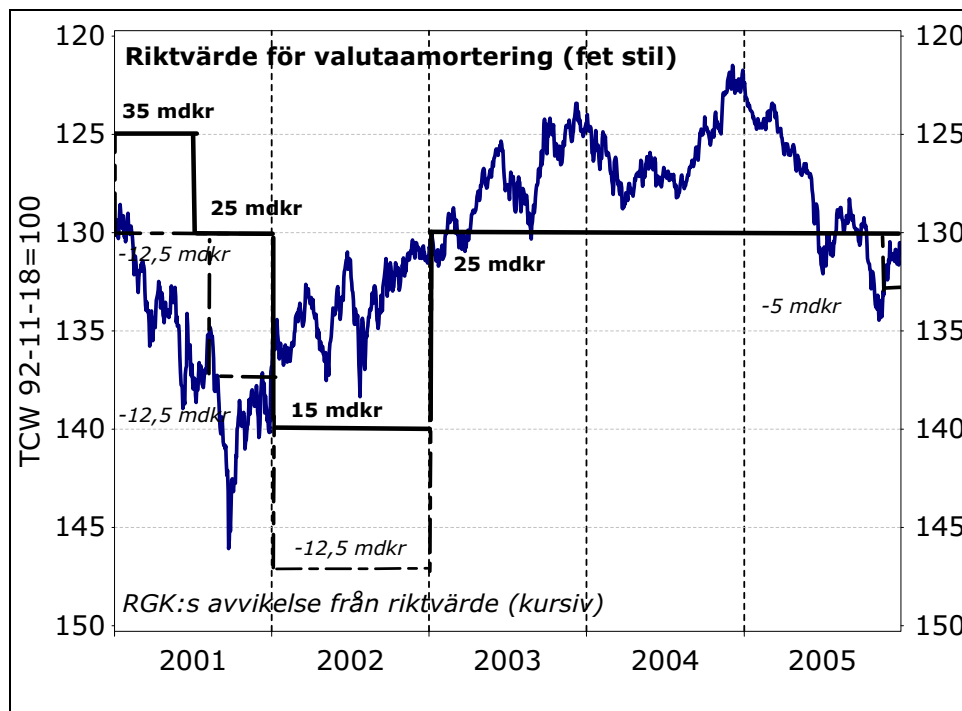
För den reala skuldandelen anges inget specifikt belopp, endast att andelen realskuld långsiktigt skall öka till 20–25 procent. Beslut om ökningstakten i realskulden har delegerats till Riksgäldskontoret. Kontoret har i sin tur funnit det lämpligt att besluten om den reala skulden hanteras på operativ nivå, eftersom det kan vara svårt att på strategisk nivå (styrelsenivå) ange mer preciserade riktlinjer för detta. På så sätt uppnås erforderlig flexibilitet för att kunna anpassa emissioner av reallån till rådande marknadsförhållanden. Det innebär också att regeringens utvärdering av den reala skulden sker på operativ nivå (se avsnitt 6.2).

Riksgäldskontorets avvikelser från riktvärdet för valutaamortering 2001–2002 och 2005

I 2001 års riktlinjebeslut angavs amorteringstakten av valutaskulden till 35 miljarder kronor. Till följd av en kraftig försvagning av kronans kurs i slutet av 2000 valde Riksgäldskontoret av kostnadsskäl att anpassa amorteringstakten nedåt så mycket som intervallet tillät (ned mot 20 miljarder kronor). I syfte att ge kontoret handlingsfrihet i det fall kronan skulle fortsätta att försvagas, valde regeringen i juli 2001 att sänka riktvärdet för valutaamorteringen till 25 miljarder kronor. En fortsatt kronförsvagning föranledde Riksgäldskontoret att sänka amorteringstakten ytterligare. Den faktiska amorteringen blev drygt 15 miljarder kronor 2001.

I riktlinjebeslutet för 2002 angav regeringen amorteringstakten till 15 miljarder kronor, en av kostnadsskäl motiverad nedjustering jämfört med den långsiktiga amorteringsinriktningen på 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret valde att utnyttja flexibiliteten i valutamandatet och sikta på en amortering på maximalt 5 miljarder kronor. Den faktiska valutaamorteringen uppgick till 1,8 miljarder kronor 2002.

Diagram 5.1: Växelkursutvecklingen och beslutade amorteringsbanor för valutaskulden 2001–2005 (TCW-index och miljarder kronor).



Källor: Riksgäldskontoret och Riksbanken.

Riksgäldskontoret avvek från regeringens riktvärde för valutaamorteringen 2001 och 2002 med ungefär 12,5 miljarder kronor vardera året. Besluten motiverades med den svaga utvecklingen för den svenska kronan. Kronkursen⁵, som började försvagas hösten 2000, låg vid ingången av 2001 på TCW-index 130. Därefter försvagades kronan kraftigt till som lägst ca 145 i september 2001 för att sedan successivt stärkas. I slutet av 2002 noterades kronan till ungefär 131 mot TCW-index. De genomsnittliga TCW-kurserna under 2001 och 2002 uppgick till 136,0 respektive 133,7 vilket var relativt svaga nivåer jämfört med vad som bedöms vara en långsiktigt motiverad växelkursnivå för den svenska kronan. Under 2003 och 2004 stärktes kronan för att återigen försvagas 2005. Genomsnittligt TCW-indexet låg 2005 på ungefär 128,5.

Riktvärdena för valutaamorteringarna 2005 och 2006 har angetts till 25 miljarder kronor. I november 2005 valde Riksgäldskontoret att återigen bromsa valutaamorteringarna. TCW noterades vid tillfället runt 133-nivån. För resten av året drogs amorteringen ned med 5 miljarder kronor till totalt 20 miljarder kronor för 2005. Skälen som angavs var att kronan under hösten 2005 försvagats mot både den amerikanska dollar och

⁵ Mätt som TCW-index. Valutafördelningen i TCW-index liknar valutaskuldens sammansättning och därför är TCW-index ett användbart mått när tillämpningen av valutamandatet skall utvärderas.

euron och därmed framstod som påtagligt undervärderad. Kontoret valde därför att bromsa valutaamorteringarna med hänsyn till målet för stats-skuldpolitiken. För 2006 meddelade kontoret sin avsikt att utnyttja hela avvikelsemandatet på 15 miljarder kronor. Valutaamorteringarna beräknas därmed stanna på totalt 10 miljarder kronor för helåret 2006.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets beslut att skjuta på valutaamorteringarna 2001–2002 och 2005 motiverades av kostnadsskäl och baserades på strategiska, långsiktiga bedömningar av valutakursutvecklingen. De skall också främst utvärderas i det perspektivet. I formell mening är en slutlig beräkning av resultatet av de uppskjutna amorteringarna möjlig först då Riksgäldskontoret amorterat motsvarande belopp över riktvärdet för valutaamorteringen. En sådan metod är dock inte meningsfull, eftersom det kan dröja godtyckligt lång tid innan amorteringar över riktvärdet blir aktuella. Regeringen förordar därför att den slutliga bedömningen görs då tillräcklig 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. Amorteringsavvikelsena för 2001 och 2002 utvärderas därmed kvantitativt och slutgiltigt i denna skrivelse.

De skäl som Riksgäldskontoret angav för besluten var att den svenska kronan framstod som svag relativt långsiktigt motiverade växelkurser och att tillfälliga effekter, såsom börsnedgången och strategiska flöden av svenskt kapital till utländska tillgångar, låg bakom kronans svaghet. Då de tillfälliga effekterna klingat av bedömdes kronan åter kunna stärkas. Kontoret ansåg även att fundamentala ekonomiska faktorer talade för en långsiktigt starkare krona. Besluten innebar att kontoret undvek att köpa utländsk valuta i ett ofördelaktigt läge.

Riksgäldskontoret avvek från regeringens riktvärde med totalt ungefär 25 miljarder kronor perioden 2001–2002.⁶ En beräkning baserat på genomsnittligt TCW-index för 2005 jämfört med genomsnittligt TCW-index för respektive avvikelseår, visar på minskade lånekostnader med i storleksordningen 0,7 respektive 0,5 miljarder kronor för åren 2001 och 2002.⁷ Besluten har visat sig lönsamma med en sammanlagd kostnadsbesparing på ungefär 1,2 miljarder kronor jämfört med om amorteringarna skulle ha genomförts i enlighet med regeringens riktvärde. Att lönsamheten i kalkylen försämrats jämfört med förra årets beräkning ändrar inte den grundläggande bedömningen.

Ur riskhänseende kan man säga att staten, till följd av besluten att skjuta på valutaamorteringarna, tog på sig en relativt större risk eftersom återstående valutaskuld blev större än i tänkt amorteringsplan. Ytterligare kronförsvagning från 2001 års bottenivå hade medfört högre räntekostnader och ökade lånekostnader vid eventuell amortering av ”överskjutande” valutaskuld. Mot bakgrund av de skäl som Riksgäldskontoret förde fram för besluten, betraktades dock risken för ytterligare kronförsvagning som förhållandevis liten. I efterhand visade sig också dessa bedömningar vara korrekta. Utvecklingen under 2001–2002 (och 2005)

⁶ Avvikelsesumman har reviderats upp med 5 miljarder kronor till 25 miljarder kronor jämfört med de preliminära beräkningarna i tidigare utvärderingar.

⁷ TCW-index har visat sig vara en god approximation till ett växelkursindex beräknat på ingående valutors respektive vikt i RGK:s riktmärke för valutaskulden.

illustrerar dock risken och sårbarheten med en stor valutaskuld i tider av kronvolatilitet.

Regeringen anser att de amorteringsbeslut som fattats av Riksgäldskontoret 2001 och 2002 varit välgrundade, både ur kostnads- och risk-synpunkt.

Under 2003–2004 stärktes kronan till vad regeringen anser vara mer långsiktigt normala nivåer. Riksgäldskontorets amortering på 25 miljarder kronor för respektive år, i enlighet med regeringens riktlinjer, framstår därmed som rimliga.

Riksgäldskontorets beslut att begränsa amorteringarna i slutet av 2005 är alltför tidigt att utvärdera kvantitativt. Regeringen anser dock att grunderna för beslutet framstår som rimliga. Kronan är nere på TCW-nivåer som bedöms som svaga i förhållanden till vad som långsiktigt motiveras av ekonomiska fundamenta. Enligt regeringen förväntas svensk ekonomi växa i god takt de närmaste åren, väl i paritet med övriga EU. Dessutom har räntedifferenser mellan centralbankers styrräntor i stor utsträckning visat sig förklara kursrörelser mellan olika valutor. Riksbankens styrränta förväntas höjas i paritet till den europeiska centralbanken under 2007 vilket förväntas ge stöd till den svenska kronan. I vårpropositionen 2006 förväntas den svenska kronan stärkas upp mot TCW-index 123 i december 2007.

5.2 Löptiden i den nominella skulden

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets strategi med olika löptid i kron- och valutaskulden kan för åren 2001–2005 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 strider inte mot regeringens uppfattning.

Bakgrund: Regeringens riktlinjer styr riktvärdet för den genomsnittliga löptiden i den nominella kron- och valutaskulden. Den reala delen omfattas inte i nuvarande utformning av riktlinjerna. Riksgäldskontoret har fått ett förnyat uppdrag i riktlinjerna för 2006 att ta fram ett samlat löptidsmått för hela statsskulden, dvs. inklusive den reala skulden. Syftet är att få till stånd en bättre översikt och ett bättre samspel mellan skuldens nominella och reala delar.

Riktvärdet för löptiden i den nominella kron- och valutaskulden förkortades från 3,0 till 2,7 år under 2000 och hölls oförändrat t.o.m. 2004. I riktlinjerna för 2005 angavs att riktvärdet för löptiden i den nominella skulden skall sänkas från 2,7 år till 2,5 år för 2005. Anpassningen skall ske gradvis under året. Inriktningen för 2006 och 2007 är att löptiden skall vara oförändrad.

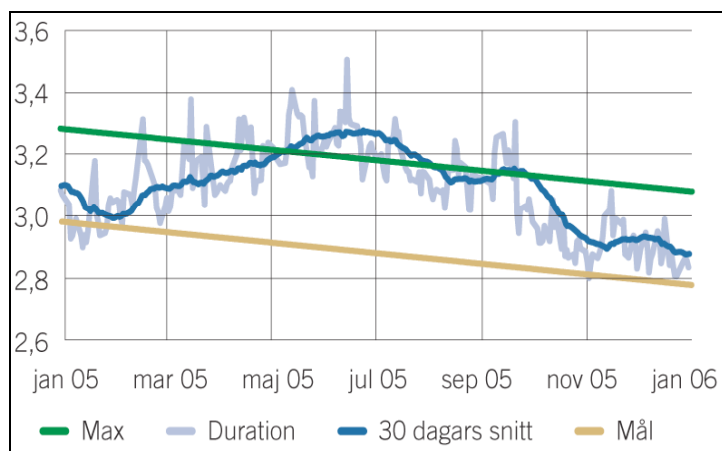
Riksgäldskontoret tillämpade under 2005, liksom tidigare år, skilda löptider i de nominella skuldslagen. Den nominella skuldens sammanvägda löptid på 2,5 år uppnåddes genom löptiden 2,8 år i kronskulden och 1,8 år i valutaskulden. På så sätt upprätthålls en mer likvid inhemsk obligationsmarknad i de olika löptidssegmenten och statens lånekostnader kan hållas nere.

Liksom tidigare år hade Riksgäldskontoret ett mandat att besluta om en genomsnittlig löptid som avviker med maximalt $\pm 0,3$ år från riktvärdet. Intervallet ger Riksgäldskontoret ett visst utrymme för strategiska positioner baserade på bedömningar av den långsiktiga ränteutvecklingen. Kontoret följer därför utvecklingen på den svenska och internationella finansmarknaden. Ett beslut om att avvika från riktvärdet skall hanteras som en position och utvärderas i marknadstermer. Om kontoret väljer att inte avvika, skall skälen för detta redovisas.

Under 2005, liksom under tidigare år, valde Riksgäldskontoret att inte ta några positioner i förhållande till riktvärdet. Under året låg räntorna såväl i Sverige som i euroområdet på historiskt låga nivåer vilket fick Riksgäldskontoret att överväga en förlängning av den nominella skuldens duration. Den slutliga bedömningen innebar dock att den förväntade vinsten inte var tillräckligt stor för att detta skulle kunna motiveras. Kontoret noterar att de långa räntorna fortsatt sjunka under året och att deras bedömning därmed var riktig.

Durationen har en stor del av 2005 legat väsentligen över riktvärdet på 2,5 år, främst till följd av fortsatt fallande räntor och lägre lånebehov än väntat. Tioåriga svenska räntor föll från ungefär 4 procent ned mot 3 procent efter sommaren 2005 för att sedan börja stiga. Styrningen mot de löptidsmål som satts upp försvårades även av anpassningen till en kortare löptid under 2005.

Diagram 5.2: Durationsutveckling i den nominella kronskulden 2005 (år, trettio dagars glidande medelvärde).



Källa: Riksgäldskontoret, underlag till utvärdering av statsskuldsvärdningen 2005.

I syfte att agera förutsägbart och transparent vidtar Riksgäldskontoret inga kortsiktiga justeringar i emissionerna av statsobligationer vid förändringar i statens lånebehov. Svängningar i lånebehovet hanteras i stället i den korta upplåningen, främst i statsskuldväxlar. Obligationsemissionerna ändras i stället via låneplaneringen, som kommuniceras i Statslånerapporten tre gånger per år, så att löptiden återförs mot målet utan tvära kast i upplåningen. För att få ned durationen till önskad nivå minskades emissionsvolymerna i statsobligationer från 3,5 till 2,5 miljarder kronor per auktion i mars och till 2,0 miljarder kronor i juni 2005. I slutet av 2005 nåddes dock den av Riksgäldskontorets styrelse satta måldurationen för den nominella kronskulden på 2,8 år.

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 likviditetsmässiga. En längre löptid i kronskulden än 2,5 år ökar möjligheterna att emittera en större andel obligationer i långa löptider och att upprätthålla likviditeten längs den svenska avkastningskurvan. På detta sätt främjar Riksgäldskontoret likviditeten i obligationsmarknaden och på sikt även lägre upplåningskostnader för staten. Detta har under 2005 varit särskilt viktigt med tanke på den relativt höga efterfrågan på långa obligationer under 2005 och de diskussioner som förts i samband med genomförandet av EU:s tjänstepensionsdirektiv.

Regeringen har tidigare bedömt att de kostnads- och riskmässiga effekterna av olika löptid i nominell kronskuld och valutaskuld är små. Denna slutsats kvarstår även med beaktande av att lutningen på utländska avkastningskurvor upp till tio års löptid avtog mer än på den svenska under 2005. Frågan är då om en kortare löptid i valutaskulden kan vara mindre kostnadseffektiv när de internationella avkastningskurvorna till övervägande del är flackare än den svenska. De beräkningar som Riksgäldskontoret tidigare gjort tyder dock på att det måste till förhållandevis stora skillnader i löptid mellan de olika skuldslagen för att få en markant skillnad i risk- och kostnadsegenskaper.

Regeringen anser att möjligheten att ta positioner i förhållande till riktlinjernas löptidsriktvärde bör utnyttjas restriktivt. Ett skäl kan vara om avkastningskurvan eller räntenivån väsentligt avviker från vad som kan betraktas som en långsiktigt normal nivå. Regeringen bedömer att de skäl som Riksgäldskontoret anfört för att inte avvika från regeringens riktlinjer 2005 inte strider mot regeringens uppfattning i frågan.

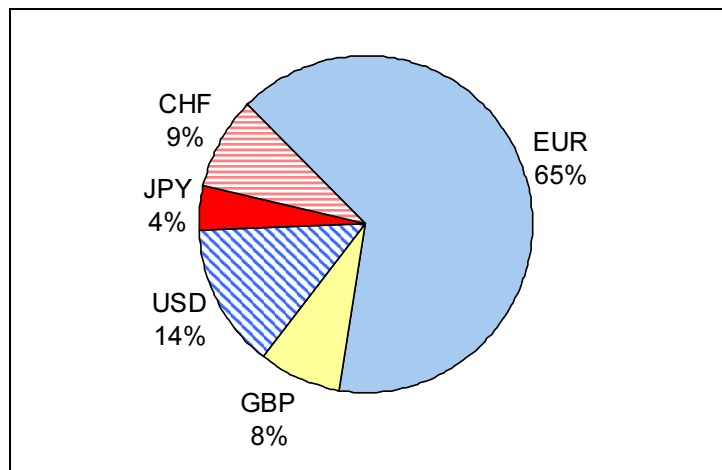
Regeringen noterar att den genomsnittliga durationen i den nominella skulden legat högt i förhållande till den gradvisa anpassning till 2,5 år som angavs i riktlinjerna för 2005. Avvikelsen hänför sig till den nominella kronskulden och förklaras främst av kraftigt fallande räntor och lånebehov under året. Riksgäldskontoret har här å ena sidan att följa riktlinjernas krav på att hålla löptiden för den nominella skulden nära uppsatt mål. Å andra sidan har kontoret inom ramen för målet för marknads- och skuldvärden att bedriva en god marknadsvård genom att upprätthålla en likvid obligationskurva och stabila emissionsförhållanden på den svenska räntemarknaden.

Regeringen anser att Riksgäldskontorets avvägning mellan marknadsvård och regeringens löptidsriktvärde i stort sett var rimlig under 2005. Förhållandena under året var om möjligt än besvärligare än för 2004; svenska räntor föll till nya bottennivåer och statsfinanserna förbättrades kraftigt och oväntat. Få bedömare förutsåg utvecklingen med låg inflation och fallande räntor givet de starka fundamenta som råder i svensk ekonomi. Till detta kan regeringens beslut att förkorta löptiden i skulden 2005 läggas. Under sådana omständigheter och med beaktande av att löptiden i kronskulden även i normala fall är svår att detaljstyra, har regeringen inget att anföra mot avvikelsen mot den tänkta durationsbanan för 2005.

Regeringens bedömning: I Riksgäldskontorets riktmärke för valutaskulden ligger tonvikten på att minimera risken för fluktuationer i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor. Kontoret har även valt att ta viss kostnadshänsyn i utformningen av riktmärket genom att öka andelen schweizerfranc. Valet av riktmärke förefaller rimligt. Ökningen av andelen schweizerfranc i riktmärket för valutaskulden, som gjordes under 2000, har varit lyckosam. Även under 2005 har förändringen inneburit besparingar.

Bakgrund: Skulden i utländsk valuta är fördelad på fem valutor; euro, dollar, pund, yen och schweizerfranc. Regeringen har delegerat till Riksgäldskontoret att bestämma hur denna fördelning skall se ut. Kontorets styrelse har fastställt ett riktmärke för valutafördelningen; se diagrammet nedan.

Diagram 5.3: Riktmärkesportföljens valutafördelning 2005-12-31.



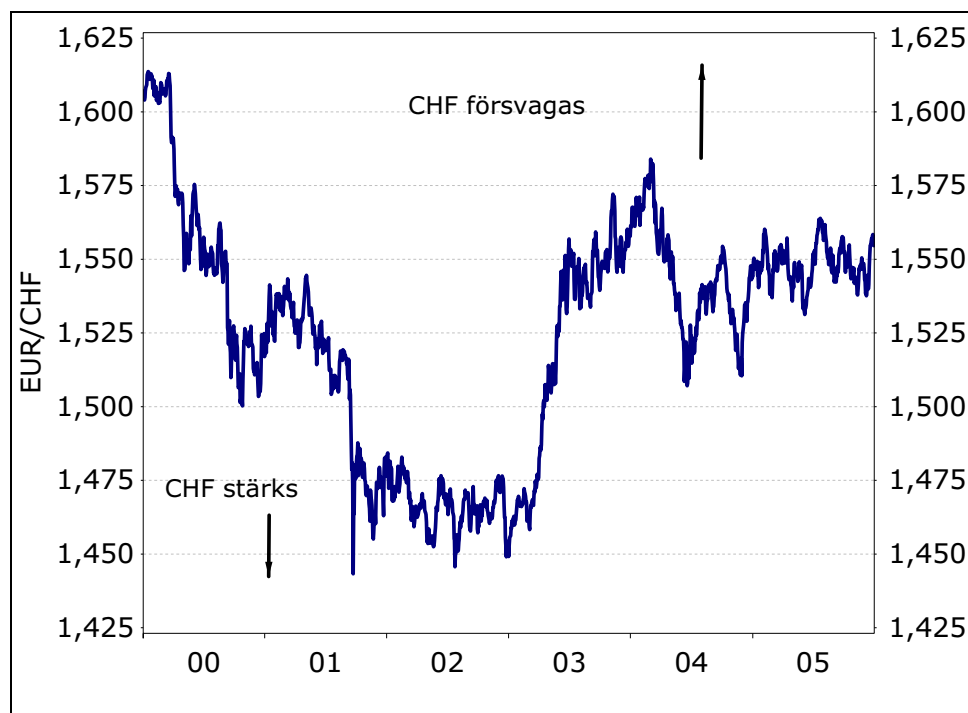
Källa: Riksgäldskontoret.

Syftet med att fördela valutaskulden på flera valutor är att minimera risken för fluktuationer i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor. Eftersom Riksgäldskontorets uppgift är att minimera kostnaderna med hänsyn taget till risk, är ett sådant riskminimerande riktmärke inte nödvändigtvis det självklara valet. Riksgäldskontoret analyserar var tredje år om den valda valutafördelningen är väl avvägd, eller om det finns skäl att göra några förändringar. En ny analys av valutariktmärket gjordes under 2005.

Inför 2000 gjorde Riksgäldskontoret ett mindre avsteg från riskminimeringsstrategin då andelen skuld i schweizerfranc ökades från 4 till 9 procentenheter. Ändringen motsvarade ett belopp på ca 20 miljarder kronor. Samtidigt minskades andelen skuld i euro i motsvarande omfattning. Riksgäldskontoret baserade beslutet att ändra valutariktmärket på bedömningen att skuld 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 statsskulden endast skulle öka marginellt. Analysen visade att det såväl under kortare perioder som

under den senaste tjugoförårsperioden har varit billigare att låna i schweizerfranc än i övriga europeiska valutor. Förändringen av andelen schweizerfranc gjordes eftersom Riksgäldskontoret bedömde att ränteskillnaden skulle bestå och att denna ränteskillnad inte fullt ut skulle motverkas av en förstärkning av schweizerfrancen. Kontoret avsåg att hålla andelen schweizerfranc i valutariktmarktet oförändrad så länge som valutan framstår som en stabil lågräntevaluta.

Diagram 5.4: Växelkursutveckling Schweizerfranc mot euro (EUR/CHF)



Källa: Ecwin

En förenklad beräkning av omviktningen till schweizerfranc visar att räntedifferensen under 2005 fortsatte att vara positiv jämfört med upplåning i euro. Ränteeffekten beräknas uppgå till 0,2 miljarder kronor. Under 2005 försvagades schweizerfrancen något mot euron vilket innebär en positiv valutaeffekt på 0,1 miljarder kronor. Totalt beräknas omviktningen ha sparat 0,3 miljarder kronor 2005. Sammantaget för utvärderingsperioden 2001–2005 beräknas besparingen till 1,5 miljarder kronor. Sedan 2000, då omviktningen gjordes, summerar sig besparingen till 0,9 miljarder kronor.

Tabell 5.1: Kostnadsbesparingar av omviktningen i schweizerfranc 2000–2005 (miljarder kronor).

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Summa 2000-2005
Ränteeffekt	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	1,7
Valutaeffekt	-1,1	-0,6	-0,3	1,2	-0,1	0,1	-0,8
Totaleffekt	-0,8	-0,3	0,1	1,5	0,1	0,3	0,9

Källa: Riksgäldskontoret.

Skälen för regeringens bedömning: I Riksgäldskontorets riktmarke för valutaskulden ligger tonvikten på att minimera risken för fluktuationer i

valutaskuldens värde mätt i svenska kronor. Kontoret har även valt att ta viss kostnadshänsyn i utformningen av riktmärket genom att öka andelen schweizerfranc. Valet av riktmärke förefaller rimligt.

Omviktningen av riktmärket för valutaskulden till förmån för ökad skuld i schweizerfranc är av en annan karaktär än s.k. strategiska valutapositioner (exempelvis dollarpositionen som stängdes under 2003, se avsnitt 5.4 nedan). Förändringen av dollarandelen var att betrakta som en av styrelsen beslutad tillfällig position, medan förändringen av andelen schweizerfranc bör betraktas som att vara av nästan permanent karaktär. Det innebär att ökningen av andelen schweizerfranc slutligt bör utvärderas först då omviktningen av något skäl neutraliseras, vilket kan ta många år, eller då valutariktmärket på avgörande punkter förändras. Inför 2006 beslutade Riksgäldskontoret att utöka andelen schweizerfranc ännu en gång från nuvarande 9 procent till 16 procent av riktmärket. Det förefaller därför naturligt att i årets skrivelse utvärdera hur förändringen som gjordes år 2000 så långt har fallit ut.

Regeringen konstaterar att omviktningen till schweizerfranc hittills har varit lyckosam med en beräknad kostnadsbesparing på sammanlagt 0,9 miljarder kronor sett sedan förändringen genomfördes 2000. Sett över utvärderingsperioden 2001–2005 beräknas besparingen vara ännu större.

Det kan också konstateras att den ränterelaterade kostnadsbesparingen stabilt har genererat årliga vinster, medan de valutarelaterade flödena har varit betydligt mer volatila. En risk är därmed att de vinster som kan uppnås i upplåning i lågräntevalutor lätt kan uttraderas vid snabba och permanenta skift i valutakurser. Hittills har dock Riksgäldskontorets bedömning att ränteeffekten skulle dominera visat sig vara riktig.

5.4 Strategiska valutapositioner

Regeringens bedömning: Regeringen har inget att anmärka mot att Riksgäldskontoret inte har tagit några nya strategiska valutapositioner under 2005.

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. I de fall en position bedöms vara för stor 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 marknadsvärdes-termer. Resultatet anger i vilken mån positionerna visar vinst eller förlust.

I december 2000 ingicks en sådan valutaposition då andelen skuld i amerikanska dollar ökades på bekostnad av andelen skuld i euro till ett belopp om 24 miljarder kronor (motsvarande 6 procent av valutaskulden vid den tiden). Positionen avvecklades successivt och stängdes slutligen 2003. Vid utvärderingen för perioden 1999–2003 bedömdes att positionen inneburit en vinst på 4,5 miljarder kronor, dvs. lägre ränte-

kostnader på valutaskulden och följaktligen ett lägre upplåningsbehov i svenska kronor.

Riksgäldskontoret har inte tagit några nya strategiska valutapositioner under 2004–2005.

Skälen för regeringens bedömning: Den strategiska valutapositionen i dollar är ett gott exempel på när Riksgäldskontoret anpassat sin upplåning och skuldförvaltningsstrategi till rådande marknadsläge. Regeringen har tidigare konstaterat att den analys som låg bakom Riksgäldskontorets beslut att ta position i dollar vilade på solid grund och att den i allt väsentligt även visat sig korrekt i efterhand. Det var mycket positivt att den strategiska dollarpositionen avvecklades med en vinst motsvarande ca 4,5 miljarder kronor.

Regeringen konstaterar att ett sådant marknadsläge, som det som gjorde den strategiska dollarpositionen möjlig, endast uppstår vid enstaka tillfällen. Regeringen finner det därmed inte anmärkningsvärt att Riksgäldskontoret inte har tagit några nya strategiska valutapositioner under 2005.

5.5 Marknads- och skuldvård i kronskulden

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

Bakgrund: Regeringen anser att det är viktigt med en väl fungerande svensk obligationsmarknad. Riksgäldskontoret har därför sedan länge i uppgift att genom marknads- och skuldvård bidra till att förbättra marknadens funktion och skapa en likvid avkastningskurva på den svenska räntemarknaden. Detta speglas också i målet för marknads- och skuldvården som har tillägget att åtgärderna inte får medföra att det övergripande målet för skuldförvaltningen åsidosätts. Målet fastställdes tidigare i regleringsbrevet till Riksgäldskontoret men ingår fr.o.m. 2006 som en del i regeringens riktlinjebeslut.

På strategisk nivå handlar det främst om att sätta upp principer som den operativa upplåningen och förvaltningen skall bedrivas inom. En av de mer centrala principerna är en väl genomtänkt upplåningsstrategi där koncentration av obligationsupplåningen till ett begränsat antal löptider (benchmarkobligationer) och effektiva försäljningskanaler är viktiga beståndsdelar.

Andra viktiga principer är en öppen, förutsägbar och långsiktig kommunikation med marknadsaktörer. Genom t.ex. rapporten Statsupplåning kommuniceras prognoser på lånebehov, emissionsplaner och andra viktiga policybeslut tre gånger per år vilket löpande möjliggör för marknadens aktörer att bilda sig en uppfattning om skuldförvaltningens inriktning. I den elektroniska interbankhandeln (EIM, Saxess Trading), som startade 2001, ställer Riksgäldskontorets återförsäljare priser gentemot varandra i två-, fem-, och tioåriga benchmarklån. Omsättningen i den elektroniska interbankhandeln uppgick till 1,2 miljarder kronor per dag 2005, motsvarande nästan 40 procent av den totala interbankhandeln

mellan återförsäljarna. Handel mellan återförsäljare och andra investerare (kundhandeln) uppgick till knappt 18 miljarder kronor per dag.

Ytterligare en princip är goda investerarrelationer vars syfte är att skapa en stabil investerarbas och därmed låga upplåningskostnader.

Utvärderingen av styrelsens beslut om principer för marknads- och skuldvard avser främst valet av principer samt om dessa förväntas leda till de eftersträlvade effekterna. Utvärderingen av Riksgäldskontorets operativa aktiviteter avser i stället hur väl uppsatta principer och mål har uppfyllts, dvs. främst de åtgärder (repor och byten) som vidtas för att öka likviditeten och minska osäkerheten i svensk statspappersmarknad. Den operativa utvärderingen sker i avsnittet om nominella lån i svenska kronor (avsnitt 6.3).

Utvärderingen av marknads- och skuldvarde, särskilt på strategisk nivå, är svåra att kvantifiera. Utvärderingen baseras därför i stor utsträckning på kvalitativa analyser och överväganden. Från och med 2006 fastställs principerna för skuld- och marknadsvarde i ett av styrelsens beslutat dokument om Riksgäldskontorets finans- och riskpolicy.

Skälen för regeringens bedömning: En väl fungerande statspappersmarknad är en viktig förutsättning för att nå det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Riksgäldskontoret har under årens lopp vidtagit en rad åtgärder som direkt eller indirekt kan bidra till att långsiktigt sänka de absoluta räntekostnaderna för statsskulden. Hög likviditet är viktigt för att investerare skall känna sig säkra på att de kommer att kunna sälja statspapperen till marknadsmässiga priser i framtiden. En hög likviditet innebär också en lägre likviditetsriskpremie, vilket betyder lägre upplåningskostnader för staten.

Som dominerande emittent på den svenska obligationsmarknaden är det viktigt att Riksgäldskontoret agerar långsiktigt och förutsägbart. Regeringens bedömning är att så också är fallet. Kontorets upplåningsstrategi är känd på marknaden och lånen koncentreras till ett begränsat antal benchmarklån, vilket ökar förutsättningarna för hög likviditet och låg refinansieringsrisk.

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

6 Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut

Skr. 2005/06:104

6.1 Upplåning och skuldförvaltning i utländsk valuta

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta genom de val bland alternativa upplåningsformer som kontoret har gjort. Resultatet av den aktiva förvaltningen i utländsk valuta blev -428 miljoner kronor 2005. För utvärderingsperioden 2001–2005 uppgick resultatet till 1 035 miljoner kronor. Den aktiva förvaltningen i utländsk valuta har därmed uppfyllt det uppställda kvantitativa målet. Riksgäldskontorets växlingar av utländsk valuta har fungerat väl under 2005.

Bakgrund

Upplåning i utländsk valuta

Under 2004 amorterades valutaskulden med 20,3 miljarder kronor. Samtidigt förföll gamla lån i utländsk valuta motsvarande nästan 50 miljarder kronor. Valutaupplåningen, dvs. mellanskillnaden på nästan 30 miljarder kronor, utfördes i huvudsak genom direkt upplåning i utländsk valuta, men även genom emissioner av obligationer i svenska kronor som genom skuldbytesavtal (swappar) sedan omvandlades till skuld i utländsk valuta (se faktaruta 6.1).

Tabell 6.1: Volymen för de olika upplåningsinstrumenten 2001–2005 (miljarder kronor).

	2001	2002	2003	2004	2005
Förfall av publika lån och privata placeringar	28,2	35,4	29,5	21,6	43,4
Förfall av valutaswappar	9,2	18,1	11,2	10,9	18,3
Realiserade valutadifferenser	12,3	6,7	5,2	4,8	-8,0
Övrigt	4,6	-7,4	-	-	-
Commercial Paper (CP)	-4,2	3,3	0,9	0,0	-3,9
Summa förfall m.m.	54,3	52,8	45,9	37,3	49,8
Publika lån och privata placeringar	-	33,1	10,6	10,4	25,3
Kron-/valutaswappar	35,0	21,2	10,6	2,2	4,6
Summa upplåning	39,2	51,0	20,3	12,5	29,9
Nettoupplåning	-15,1	-1,8	-25,6	-24,8	-19,9
Övrigt ²			0,2	-0,8	-0,3
Amortering			-25,4	-25,5	-20,3

Källa: Riksgäldskontoret.

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

2 Amorteringarna på valutaskulden uppgick till 20,3 miljarder kronor 2005. Nettoupplåningen på 19,9 miljarder kronor skall således justeras med 0,3 miljarder kronor för exponeeringsförändringar i valutaväxlingar som inte fångas av de poster som redovisas i tabellen.

Statens begränsade upplåningsbehov och det starka intresset för svenska obligationer i utländsk valuta gav mycket förmånliga lånevillkor för direkt valutaupplåning 2005. Genomsnittskostnaden för upplåningen i

utländsk valuta var 28 räntepunkter under USD Libor⁸ 2005 vilket var något dyrare än under 2004. Skr. 2005/06:104

Tabell 6.2: *Upplåningskostnad för olika upplåningsformer 2001–2005 (räntepunkter under USD Libor).*

	2001	2002	2003	2004	2005
Publika lån	-	-19,8	-26,9	-29,7	-27,9
Kron-/valutaswappar	-47,0	-26,6	-28,2	-18,0	-21,0
Privata placeringar	-	-	-	-28,0	0,0
Genomsnittlig kostnad¹	-47,0	-22,5	-27,5	-27,6	-26,8

Källa: Riksgäldskontoret.

1 Genomsnittlig kostnad exklusive statsskuldväxlar i utländsk valuta.

Upplåningen via kron-/valutaswappar, som i början av 2000-talet var den dominerande formen för valutaupplåning, har sedan 2004 visat sig var relativt mindre förmånlig jämfört med direktupplåning. Kostnaden för att låna i svenska statsobligationer och via swappar byta till skuld i utländsk valuta var 21 räntepunkter under USD Libor 2005, dvs. ca 7 räntepunkter dyrare än upplåning via publika lån.

Man bör notera att i vilken utsträckning Riksgäldskontoret väljer att fördela upplåningen i utländsk valuta mellan kron/swappupplåning och direkt upplåning bestäms primärt av upplåningskostnader med hänsyn tagen till risk. 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 fler 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 statsskuldväxlar 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 statsskuldväxelräntan (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

⁸USD Libor är en jämförelsestandard. Räntor i olika valutaslag och löptider transformeras till samma valuta (amerikanska dollar) och löptid (6 månader) vilket möjliggör jämförelser mellan räntor på rättvisande grunder.

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.

Aktiv förvaltning i utländsk valuta

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

Valutapositionerna gav en förlust om 613 miljoner kronor 2005. Det negativa resultatet berodde i huvudsak på positionering för att dollarn skulle försvagas mot euron och yenen, vilket emellertid inte blev fallet. Räntepositionerna gav dock ett positivt bidrag på 187 miljoner kronor. Riksgäldskontorets positioner för högre räntor i USA samt flackare avkastningskurvor visade sig vara framgångsrika.

Tabell 6.3: Resultat av förvaltningen i utländsk valuta i förhållande till riktmärket 2001–2005 (miljoner kronor och procent).

	2001	2002	2003	2004	2005	Hela perioden
Total förvaltning:	-103	434	937	195	-428	1035
Riksgäldskontoret	-78	392	880	164	-426	932
<i>Varav:</i>						
<i>Räntepositioner</i>	83	-78	224	-18	187	398
<i>Valutapositioner</i>	-161	470	656	182	-613	534
Externa förvaltare	-25	42	57	31	-2	103
Resultat i procent av förv. belopp:						
Riksgäldskontoret	-0,02	0,11	0,52	0,11	-0,25	-
Externa förvaltare	-0,12	0,14	0,14	0,09	-0,01	-
Informationskvot						
Riksgäldskontoret	neg	2,31	2,12	0,72	neg	-
Externa förvaltare	neg	1,4	0,7	0,32	neg	-

Källa: Riksgäldskontoret.

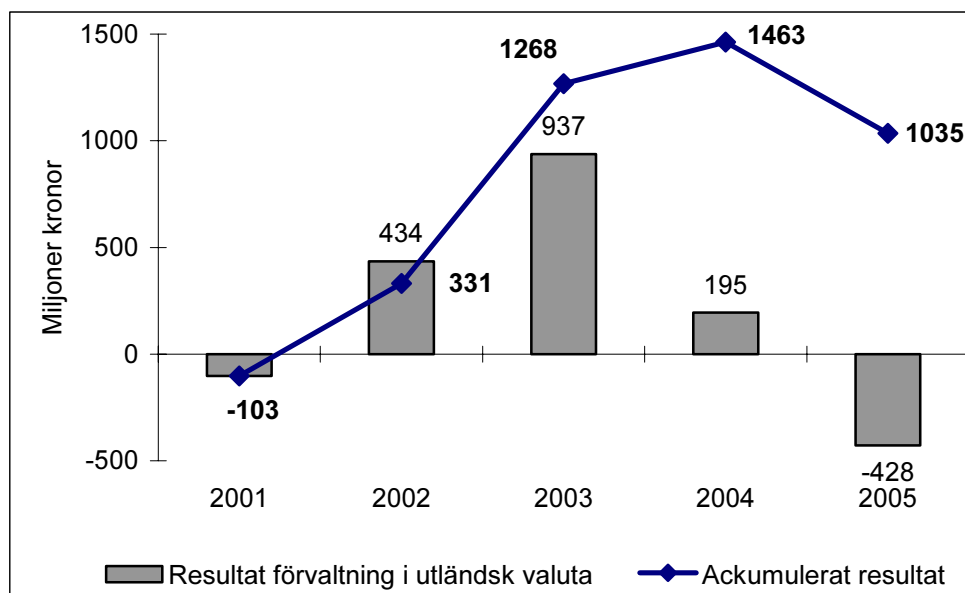
Anm: Informationskvoten anger ett resultat dividerat med volatiliteten (standardavvikelsen) i resultatet. Kvoten för de externa förvaltare anger genomsnittlig informationskvot.

För att sprida risken i förvaltningen av utländsk valuta samt för att få en uppfattning om hur effektiv den egna förvaltningen är anlitar Riksgäldskontoret sedan 1992 ett antal externa förvaltare. Under 2005 anlätades sex externa förvaltare ABN Amro, Blackrock, Goldman Sachs Asset Management, Pimco Asset Management, State Street Global Advisors

(t.o.m. 30 april 2005) samt Bridgewater. Förvaltarna har samma riskmandat som Riksgäldskontoret. Mandatet bygger på att de förvaltar en referensportfölj på sammanlagt 36 miljarder kronor (6 miljarder kronor var). Spridningen i resultat mellan förvaltarna var ganska stor men resultatet var i genomsnitt negativt, -2 miljoner kronor för 2005. I procent av förvaltad belopp uppgick resultatet till -0,01 med en spridning på -0,35 till 0,37 procent mellan förvaltarna. Riksgäldskontorets resultat uppgick till -0,25 procent.

Den s.k. informationskvoten används för att mäta riskjusterat resultat genom att beräkna förhållandet mellan resultat och den risk som tas för att uppnå resultatet. Ett högt värde innebär att förvaltaren tagit relativt liten risk för att uppnå resultatet. Tabell 6.3 ovan visar att Riksgäldskontoret under huvuddelen av perioden haft högre informationskvot än de externa förvaltarna, dvs. resultaten har uppnåtts under ett förhållandevis lågt risktagande.

Diagram 6.1: Resultat av förvaltning i utländsk valuta i förhållande till riktmärket 2001–2005 (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Sammantaget uppgick resultatet i den aktiva valutaförvaltningen till -428 miljoner kronor 2005 och till 1035 miljoner kronor för utvärderingsperioden 2001–2005. Såväl valutapositioner som räntepositioner gav ett positivt resultat sett över hela utvärderingsperioden.

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 2005 valuta för 32,7 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 2005 den kostnadsneutrala banan och avvikelserna översteg inte ± 500 miljoner kronor.

Faktaruta 6.2: Förvaltningen i utländsk valuta

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 och hanteringen av denna avser att på daglig basis placera skulden enligt riktmärkets valutafördelning och löptidsmål. 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.

De resultat som Riksgäldskontoret uppnår i förvaltningen i utländsk valuta ger en relativt entydig bild av kontorets prestationer. Detta beror på att kontoret fr.o.m. 2000 besluta 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 marknadspåverkande effekter, eftersom kontorets agerande knappast har någon inverkan på räntebildningen i utländsk valuta.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen bedömer att kontoret har bedrivit en kostnadseffektiv valutaupplåning genom de val bland alternativa upplåningsformer som kontoret har gjort. Den kostnadsfördel som tidigare kunnat uppnås genom användande av skuldbytesavtal (swappar) har minskat under senare år. Samtidigt har villkoren på den internationella kapitalmarknaden förbättrats. Här har även det faktum att Sverige för närvarande innehar högsta kreditbetyg hos samtliga kreditvärderingsinstitut, för såväl inhemsk upplåning som upplåning i utländsk valuta, inverkat. Regeringen konstaterar att Riksgäldskontoret agerat riktigt genom att i huvudsak använda sig av den kostnadseffektiva direktupplåningen i utländsk valuta. På så sätt har kontoret även i denna del agerat i enlighet med det övergripande uppdraget om kostnadsminimering.

Målet för den aktiva förvaltningen är att uppnå kostnadsbesparingar. Den aktiva förvaltningen är riskfylld till sin natur och 2005 uppstod en

förlust på 428 miljoner kronor. Sett till hela utvärderingsperioden 2001–2005 har dock den aktiva förvaltningen sammantagit bidragit till en kostnadsbesparing på 1 035 miljoner kronor. Därmed har Riksgäldskontoret uppfyllt uppställda kvantitativa mål.

Det riskmått som redovisats, informationskvoten, indikerar att Riksgäldskontorets resultat, för perioden 2001–2005, inte har uppnåtts till priset av ett högre risktagande jämfört med de externa förvaltarna. Snarare är det så att kontorets uppnått ett bättre resultat trots lägre risktagande.

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 Reala lån i svenska kronor

Regeringens bedömning: Andelen realskuld har, i enlighet med regeringens riktlinjer, successivt ökat under utvärderingsperioden, från ca 10 procent 2001 till ca 16 procent 2005. 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 2005 och för den femåriga utvärderingsperioden.

Bakgrund: Riksgäldskontoret har emitterat realobligationer sedan 1994. Inledningsvis var emissionerna små men växte sedan kraftigt; 1996 emitterades nästan 60 miljarder kronor i realobligationer. De följande åren infann sig en viss mättnad. Dessutom var inflationstakten och inflationsförväntningarna förhållandevis låga och stabila, vilket bidrog till att reducera efterfrågan på realobligationer. Realobligationer framstod således som en relativt dyr låneform och Riksgäldskontoret minskade emissionsvolymerna betydligt. Under 2002 förbättrades emissionsvillkoren och bruttovolymen sålda realobligationer ökade kraftigt till nästan 60 miljarder kronor. Av detta var dock nästan 32 miljarder hänförliga till omvandlingen av Kärnavfallsfondens och Premiepensionsmyndighetens kontofordringar till statspapper.

Under 2005 dämpades intresset för realobligationer och i februari sänktes emissionsprognosen från 20 till 15 miljarder kronor per år. En bidragande orsak till det minskade intresset var den osäkerhet som rådde kring utformningen av Finansinspektionens regelverk för pensionsplaceringar. Totalt emitterade Riksgäldskontoret realobligationer för 12,1 miljarder kronor 2005.

Tabell 6.4: Auktioner av realobligationer 2001–2005.

	2001	2002	2003	2004	2005
Emissionvolym ¹	-2,9	2,0	18,2	17,7	13,0
Såld volym ²	11,4	23,4	18,2	17,7	12,1
Teckningskvot ³	4,8	4,4	3,8	2,3	3,8
Snittränta ⁴	3,64	3,59	2,83	2,38	1,61
Break even-Inflation, (BEI) ⁵	1,67	1,90	2,09	2,23	1,84

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.

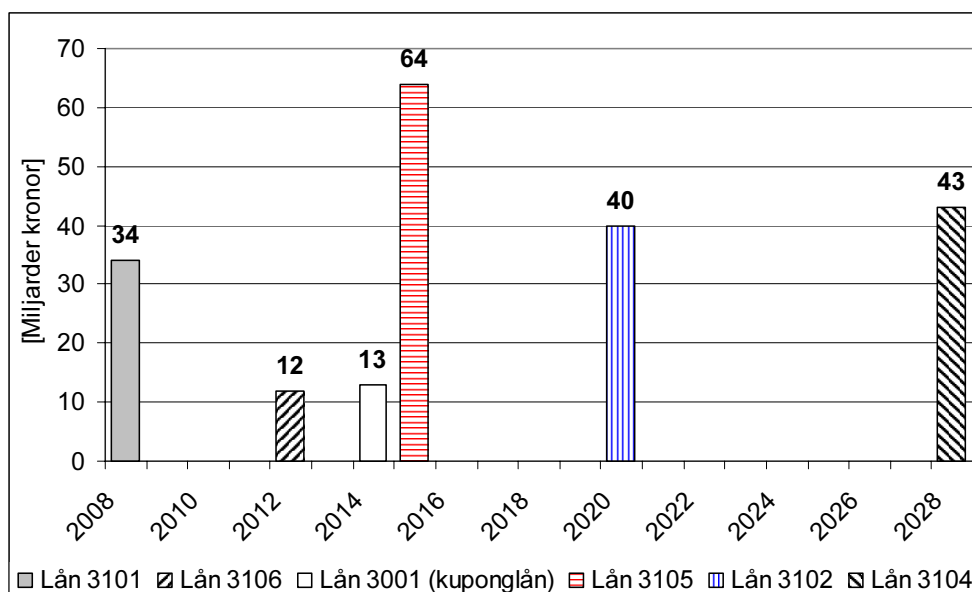
³Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.

⁴Viktad genomsnittsränta över året vid emissionerna.

⁵Genomsnittlig break even-inflation.

Under 2005 introducerade Riksgäldskontoret för första gången sedan 1999 en ny realobligation. Det nya lånet, 3106, förfaller den 1 april 2012. Volymen var vid årsskiftet 2005/06 11,6 miljarder kronor. Totalt utestående belopp i realobligationer (inklusive inflationskompensation) ökade från 190 till 208 miljarder kronor under 2005. Andelen realobligationer i statsskulden ökade från 15 till 16 procent.

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

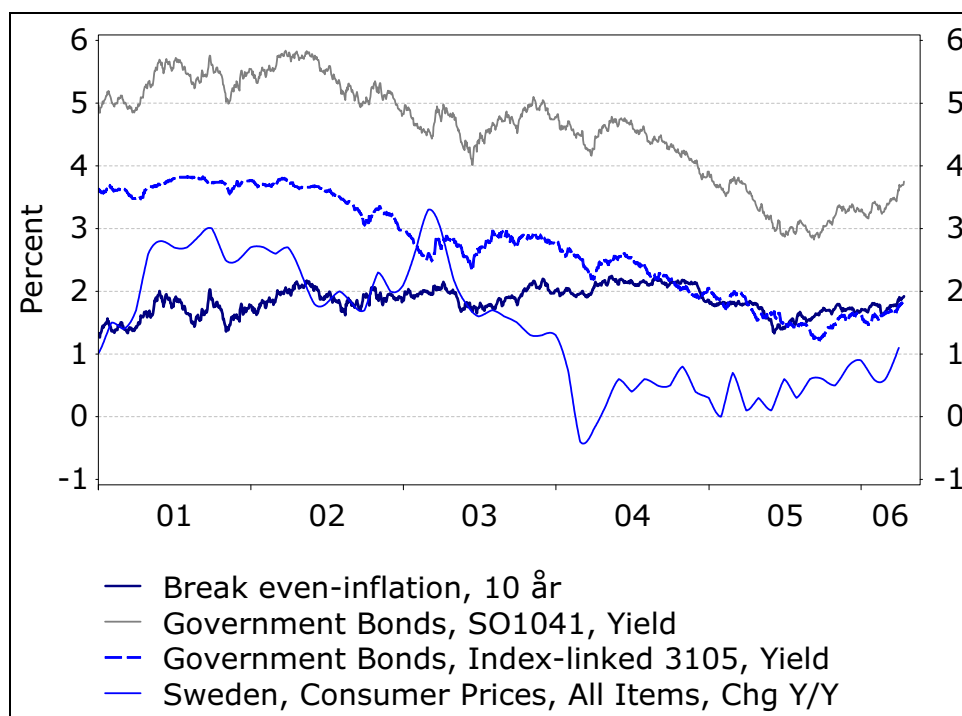


Källa: Riksgäldskontoret.

Under 2005 emitterade Riksgäldskontoret realobligationer till en genomsnittlig emissionsränta på 1,61 procent. För att jämföra kostnaden mellan nominell och real upplåningen med motsvarande löptid beräknas break even-inflationen (BEI). Om inflationen under obligationens löptid i genomsnitt ligger högre än BEI, kommer real upplåning att vara ett dyrare alternativ och vice versa. BEI sjönk under första halvåret 2005 och realobligationerna emitterades till en genomsnittlig BEI på 1,84 procent. Nivåerna var alltså något lägre än Riksbankens inflations-

mål. Nedan visas break even-inflation etc. för realobligation 3105 med förfall om ungefär tio år. Skr. 2005/06:104

Diagram 6.3: Räntor, break even-inflation och faktisk inflation 2001–2005.

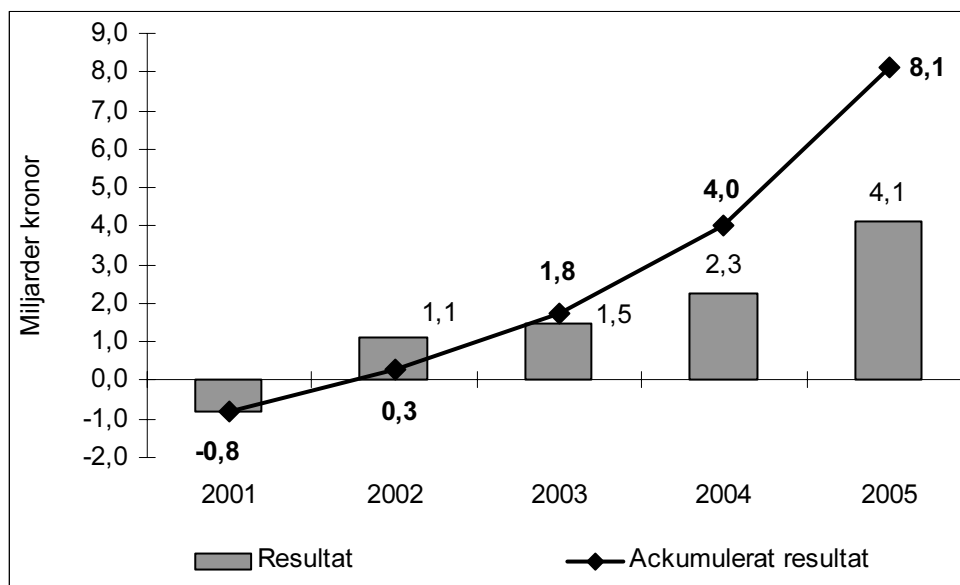


Resultat för upplåningen i realobligationer

Det kvantitativa resultatet för upplåningen i realobligationer beräknas som kostnadsskillnaden mellan upplåning i nominella och reala obligationer (se faktaruta 6.3). Måttet är preliminärt. Vad det faktiska resultatet slutligen blir beror på den framtida inflationsutvecklingen fram till dess att reallånen förfaller till betalning, vilket för flertalet reallån är ganska långt fram i tiden. Det ackumulerade resultatet kan således både förbättras och försämrars beroende på den framtida inflationsutvecklingen.

Det kalkylmässiga resultatet för realupplåningen uppgick till 4,1 miljarder kronor 2005 och till 8,1 miljarder kronor ackumulerat för utvärderingsperioden. Det starka resultatet för 2005 beror på en låg genomsnittlig inflation.

Diagram 6.4: Preliminärt resultat för upplåning i realobligationer fördelat per år och ackumulerat för 2001–2005 (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Under 2005 bytte Riksgäldskontoret auktionsförfarande vid emissionerna av realränteobligationer. Det gamla förfarandet, s.k. flexibla volymer, infördes 2003 och innebär i korthet att emissionsvolymen vid auktionstillfället kunde ökas med ett i förväg annonserat belopp om efterfrågan var god. För att öka förutsägbarheten vid emissionerna ersattes detta förfarande under 2005 med en fast förannonserad volym. Emissioner med fasta och i förväg annonserade volymer bedöms ge en bättre förutsägbarhet och ge en mer marknadsmässig prissättning av emissionerna.

Riksgäldskontoret genomför flera aktiviteter i syfte att vårda marknaden för realobligationer. För att främja likviditeten ges exempelvis återförsäljarna av realobligationer möjlighet att, utöver kontorets ordinarie emissionsverksamhet, löpande göra riskneutrala byten av obligationer. Under 2005 gjordes realobligationsbyten för 6,4 miljarder kronor, vilket var ungefär samma volym som under 2004.

Faktaruta 6.3: Preliminärt resultat för realobligationer och break even-inflation

Det preliminära resultatet för realupplåningen beräknas som kostnadskillnaden 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.

Skr. 2005/06:104

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 regeringens riktlinjer för 2005 angavs att andelen reallån i statsskulden långsiktigt skall öka till 20–25 procent. I riktlinjerna för 2006 preciserades målsättningen och målandelen fastställdes till 20 procent i avvaktan på Riksgäldskontorets närmare analys i frågan. Regeringen konstaterar att andelen realskuld successivt ökat under utvärderingsperioden från 10 procent 2001 till 16 procent 2005. Realandelen utvecklas därmed i enlighet med regeringens riktlinjer.

Regeringen har valt att inte ange någon absolut ökningstakt i kronor för realupplåningen utan delegerat detta beslut. Riksgäldskontoret har därmed att väga ökningstakten i realobligationer mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk. Under 2005 emitterade kontoret realobligationer för drygt 12 miljarder kronor till historiskt låga realräntenivåer och till break even-nivåer något under Riksbankens inflationsmål.

Regeringen bedömer att Riksgäldskontoret emissionsverksamhet i stort varit rimlig under 2005. Kontoret har emitterat realränteobligationer till räntor som kan anses låga. Samtidigt har emissioner skett till acceptabla break even-nivåer, särskilt med beaktande av den ränte- och inflationsutveckling som varit under 2005. Även genomsnittlig teckningskvot i auktionerna har legat på en acceptabel nivå under 2005. I övrigt utvecklades efterfrågan på realobligationer ojämnt och den reala emissionsvolymen blev avsevärt lägre än vad som prognostiserades i början av året. Riksgäldskontorets beslut att sänka volymen bedöms dock som rimlig, bl.a. med tanke på den osäkerhet som fanns kring utformningen av Finansinspektionens regelverk för pensionsplaceringar, de låga realräntenivåerna som kan ha fått investerare att föredra andra avkastningsalternativ och den relativt starka efterfrågan som rådde i den nominella delen av emissionsverksamheten.

Regeringen noterar att det har blivit möjligt att byta auktionsform från flexibla volymer till en fast förannonserad volym. Det innebär att Riksgäldskontorets emissionspolicy för realränteobligationer i allt större utsträckning börjat likna emissionspolicyn för nominella obligationer, en upplåningsstrategi som i stor utsträckning präglas av förutsägbarhet och transparens. Regeringen välkomnar utvecklingen.

Det ackumulerade preliminära resultatet för den reala upplåningen uppgick till 8,1 miljarder kronor för 2001–2005. Resultatet för 2005 var synnerligen positivt och uppgick till 4,1 miljarder kronor. Regeringen konstaterar att 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. Intrycket av att verksamheten varit framgångsrik förstärks om en längre tidsperiod betraktas. Sedan starten av den svenska realobligationsmarknaden 1994 till slutet av 2005 beräknas den samlade preliminära kostnadsbesparingen till 16,6 miljarder kronor. Dessutom beräknas de två reallån som hittills förfallit ha realiserat en samlad kostnadsbesparing på 1,7 miljarder

kronor. Det goda resultatet beror främst på att inflationen har fallit kraftigt jämfört med de break even-nivåer som obligationerna var emitterade till i mitten av 1990-talet.

Skr. 2005/06:104

6.3 Nominella lån i svenska kronor

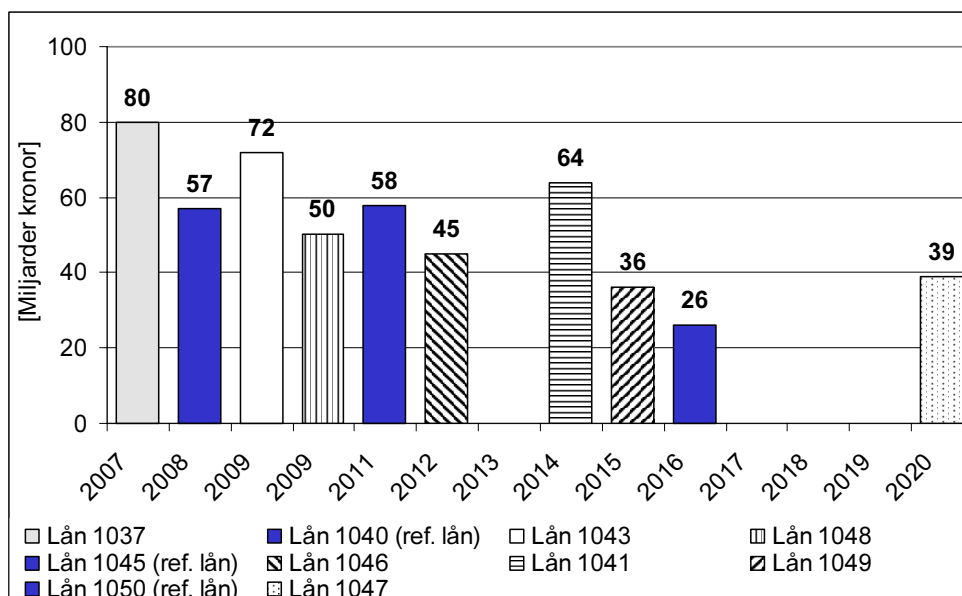
Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i statsobligationer och statsskuldväxlar förefaller ha varit framgångsrik och auktionerna har fungerat väl. Det kan, främst på kvalitativa grunder, anses att Riksgäldskontorets marknads- och skuldvard på operativ nivå har bidragit till en 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 kronmarknaden.

Finansieringen i nominella statsobligationer minskade till 56 miljarder kronor 2005 jämfört med 91 miljarder kronor 2004. Förändringen beror på att nettolånebehovet sjönk från 51 till -14 miljarder kronor 2005 samtidigt som durationen i den nominella kronskulden förkortats till 2,8 år. Det minskade nettolånebehovet innebar även att upplåningen i korta statsskuldväxlar drogs ned. Durationen föll inte i planerad takt. Även fallande obligationsräntor bidrog till att durationen låg på en högre nivå än prognostiserat. För att få ned durationen minskades emissionsvolymer i statsobligationer från 4 miljarder under 2004 till 2,5 miljarder i mars 2005 och 2 miljarder i juni 2005.

Riksgäldskontorets relativa styrka som låntagare ligger på längre löptider och obligationsupplåningen sker huvudsakligen i två-, fem-, och tioåriga löptider. Dessa lån kallas referenslån och ges alltid ut i stora volymer så att en god likviditet kan upprätthållas. Under 2005 introducerades ett nytt tioårigt referenslån (lån 1050, förfall den 12 juli 2016). Referenslånen och övriga benchmarklån redovisas i diagrammet nedan.

Diagram 6.5: Riksgäldskontorets nominella statsobligationer (benchmarklån, miljarder kronor)



Källa: Riksgäldskontoret.

Efterfrågan vid statsobligationsemissionerna var god 2005 och teckningskvoterna var i genomsnitt 3,69, vilket är högre än 2004. Den ränta som obligationerna i genomsnitt emitterats till uppgick till 3,04 procent 2005, vilket var lägre än för 2004. Genomsnittet för marknadsräntan 2005 var 2,9 procent vilket kan tolkas som att emissionerna under året i genomsnitt gjorts till marknadsmässiga räntor.

Tabell 6.5: Medelvärde för teckningskvot och genomsnittlig emissionsränta för nominella obligationer och för statsskuldväxlar 2001–2005.

	2001	2002	2003	2004	2005
Nominella obligationer					
Teckningskvot ¹	2,34	2,91	3,16	3,17	3,69
Genomsnittlig emissionsränta (procent)	4,90	4,94	4,25	4,1	3,04
Statsskuldväxlar					
Teckningskvot ¹	2,22	2,81	2,29	2,18	2,51
Genomsnittlig emissionsränta (procent)	4,03	4,20	3,04	2,24	1,80

Källa: Riksgäldskontoret.

¹Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

På grund av det lägre lånebehovet blev även upplåningen i statsskuldväxlar lägre än beräknat. Upplåningen ökade med 8 miljarder jämfört med föregående år och växelstocken, exklusive kortfristig upplåning med återköpsavtal i statsskuldväxlar, uppgick därmed till 288 miljarder kronor vid utgången av 2005. Den genomsnittliga emissionsräntan i växelauktionerna var 1,80 procent, vilket är betydligt lägre än förra året, då räntan uppgick till 2,24 procent. Förhållandet avspeglar primärt Riksbankens sänkning av reporäntan, eftersom dess faktiska och förväntade utveckling är avgörande för växelräntorna. Teckningskvoten steg och förhållandet mellan utbudens emissionsvolym och inkommen budvolym var 2,51,

jämfört med 2,28 år 2004. Statsskuldväxlarna emitterades på samma nivå som rådande marknadsräntor.

Sedan 2003 har ränteswappar använts som ett komplement till statskuldväxlar (se faktaruta 6.1). Under 2005 har 40,5 miljarder kronor av obligationsupplåningen via skuldbytesavtal omvandlats till kort räntexponering. Kostnadsbesparingen sedan 2003 fram till slutet av 2005 är 93 miljoner kronor. Skuldbytesavtalen är inte enbart ett sätt för Riksgäldskontoret att direkt spara pengar utan det är också ett instrument som bidrar till att uppnå durationsmålet och samtidigt upprätthålla en god likviditet i de långa obligationerna.

Marknads- och skuldvardande åtgärder

Riksgäldskontoret erbjuder sina återförsäljare ett antal tjänster som syftar till att göra statspappershandeln smidigare, bland annat bytesauktioner i syfte att bygga upp likviditeten i nya statsobligationslån. Totalt byttes statsobligationslån för 56 miljarder kronor 2005.

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 10 miljarder kronor 2005.

Realobligationsbyten för motsvarande 6,4 miljarder kronor gjordes under året, vilket är ungefär samma volym som 2004.

Marknadsundersökningsföretaget Prospera utförde i slutet av 2005 en undersökning om attityd och åsikter om Riksgäldskontorets upplåning. Undersökningen gjordes på Riksgäldskontorets uppdrag. Totalt 50 svenska och utländska investerare, sju återförsäljare samt sex andra säljare av svenska statsobligationer intervjuades. Sammantalet fick Riksgäldskontoret högre betyg än förra året inom nästan alla områden. Svagheter fanns i investerarkontakterna och lyhördheten för marknadens önskemål. Utrymme för utveckling finns inom vissa områden.

– Riksgäldskontorets information om lånebehov, finansiering, emissionsvolym och villkor ansågs överlag som utmärkt och ger god förutsägbarhet. Riksgäldskontoret värderas generellt högt i internationell jämförelse, särskilt av internationella aktörer. Betyget var dock något lägre än i fjol.

– Realobligationsmarknaden får genomgående lägre betyg än för andra marknader, bl.a. avseende likviditet och prisinformation. Därutöver uppfattades räntespreaden som stor. Likviditeten har också försämrats det senaste året, enligt återförsäljarna.

– Betyget för försäljningsformerna och agerande vid auktioner av realobligationer har höjts 2005. En orsak kan vara den nya auktionsformen med i förväg fastställda volymer. Fortfarande är dock betyget på realobligationsmarknaden lägre än på övriga marknader.

– Svenska investerare ansåg att kontakten med Riksgäldskontoret inte varit helt tillfredsställande. Kontorets lyhördhet fick ett lågt betyg och

blev lägre 2005. En tänkbar förklaring kan vara att investerarnas krav på utökade emissioner av långa obligationer inte har hörtsammats.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets emissioner av statsobligationer förefaller ha varit framgångsrika; tydliga tecken på detta är övertecknade emissioner, stora budvolymmer och små ränteskillnader mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna. Även auktionerna i statsskuldväxlar förefaller ha fungerat väl under 2005.

Det är svårt att kvantitativt mäta effekterna på lånekostnaderna av den marknads- och skuldvard som Riksgäldskontoret bedriver. Regeringen har därför låtit sig nöjas med att utvärderingen främst sker i kvalitativa termer. Regeringens bedömning är att Riksgäldskontorets marknads- och skuldvard har fungerat väl. Den har 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. Under 2005 byttes obligationer till ett värde av 56 miljarder kronor, vilket är 8 miljarder kronor lägre än 2004. 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 Riksgäldskontoret ambition att kontinuerligt förbättra och utveckla sin kommunikation med marknaden, t.ex. avsikterna att öka kontakterna och diskussionen med investerare och återförsäljare.

6.4 Privatmarknadsupplåning

Regeringens bedömning: Under utvärderingsperioden uppgick den samlade kostnadsbesparingen i privatmarknadsupplåningen till 1,1 miljarder kronor, vilket innebär att Riksgäldskontoret uppnått det kvantitativa målet för privatmarknadsupplåningen. Satsningen på Riksgäldspar bör i möjligaste mån fortsätta, inte minst för att kunna uppnå stabilitet i kontorets upplåning från privatpersoner och mindre placerare. Riksgäldskontoret har hanterat de felbetalningar som gjordes i samband med avvecklingen av sparformen Riksgäldskonto skyndsamt och väl.

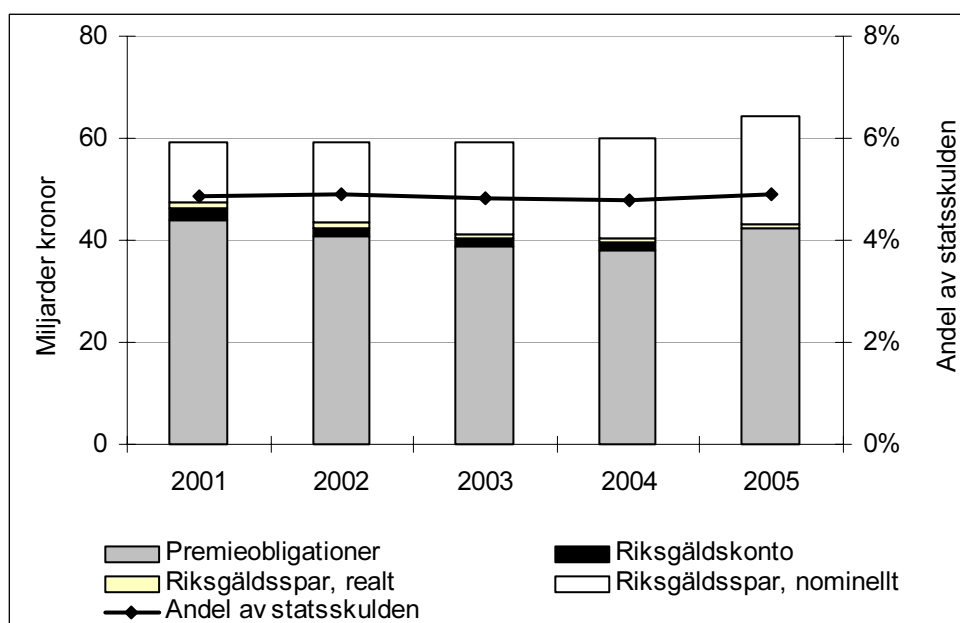
Bakgrund: Målsättningen är att privatmarknadsupplåningen skall uppnå största möjliga kostnadsbesparing i förhållande till Riksgäldskontorets alternativa upplåningsformer på kapitalmarknaden. Målet avser såväl den

samlade privatmarknadsupplåningen som, i rimlig omfattning, de enskilda låneinstrumenten.

Privatmarknadsupplåningen ökade under 2005 till 64 miljarder kronor från 60 miljarder kronor 2004. Den motsvarar runt 5 procent av den svenska statsskulden, en andel som i stort varit konstant de senaste åren. Riksgäldskontorets andel av sparmarknaden för ränteplaceringar uppgick till 7,2 procent 2004, en något lägre andel än föregående år.

På lite längre sikt har dock 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 statsskulden 2001–2005 (miljarder kronor och i procent).



Källa: Riksgäldskontoret.

Huvuddelen av privatmarknadsutlåningen utgörs av premieobligationerna. Intresset för premieobligationer var stort under 2005 och nyförsäljningen av premieobligationer uppgick till 8,6 miljarder kronor, medan premieobligationer för 4,5 miljarder förföll. Stocken av premieobligationer ökade därmed med drygt 4 miljarder kronor under 2005. Utvecklingen utgör ett trendbrott för premielånen, eftersom den utestående volymen minskade successivt mellan 1998 och 2004. Antalet premiekunder är nu ungefär en halv miljon. I det senaste lånet var 34 procent helt nya kunder, en kraftig ökning jämfört med tidigare premielån.

Det totala antalet kunder i RiksgäldSpar uppgick vid utgången av 2005 till ca 150 000, vilket motsvarar en ökning med cirka 6 400 sedan 2004. RiksgäldSpar fortsatte att öka volymmässigt 2005. Den totala volymen uppgick till 21,8 miljarder kronor vid utgången av 2005, en ökning med drygt 1,4 miljarder kronor jämfört med 2004. Det var endast

konton med rörlig ränta som ökade, medan volymen på konton med fast ränta var i princip oförändrad under året.

Statspapper för alla, auktionsförsäljning av statspapper till privatpersoner och andra mindre investerare via internet, startade 2002. Kunderna deltar i samma auktioner som de institutionella placerarna och kan även lägga bud i statsskuldväxelauktionerna. Från och med januari 2004 öppnades även auktionerna av realobligationer för privatpersoner och mindre investerare. Försäljningen och antalet kunder har ökat successivt sedan ”Statspapper för alla” introducerades. Under 2005 såldes statspapper via internet för ca 500 miljoner kronor, vilket är en ökning med 34 procent jämfört med 2004. Kostnaderna för sparformen uppgick till totalt 7 miljoner kronor, vilket var samma nivå som 2004.

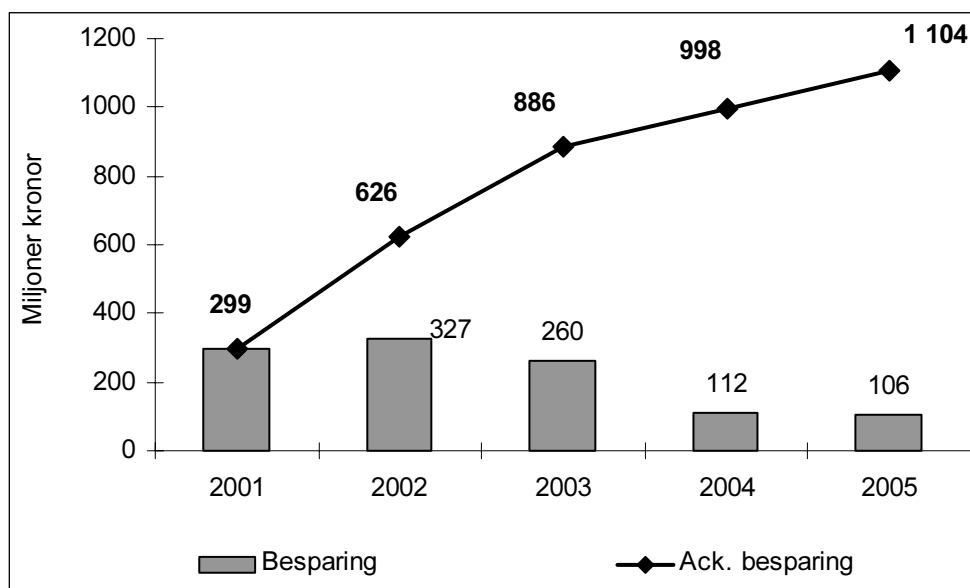
Riksgäldskontoret betalade i mars 2005, av misstag, ut ca 1 miljard kronor för mycket till 10 000 kunder i samband med att sparformen Riksgäldskonto avvecklades. Riksgäldskontorets kostnader för att kräva tillbaka de felaktigt utbetalda beloppen uppgick till ca 1 miljon kronor och vid utgången av 2005 fanns ett belopp på 70 000 kronor som ännu inte hade återbetalats. Skärpta rutiner och ett nytt systemstöd har införts för att minska risken för liknande incidenter i framtiden.

Faktaruta 6.4: Utvärderingsmodell för privatmarknadsupplåningen

Riksgäldskontoret tillämpar sedan 1999 samma utvärderingsmodell för premieobligationer och RiksgäldSpar. 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.

Resultatet för den sammanlagda privatmarknadsupplåningen 2005 uppgick till 106 miljoner kronor jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden. För den femåriga utvärderingsperioden 2001–2005 uppgick det sammanlagda resultatet till ca 1,1 miljarder kronor. Premieobligationerna stod för huvuddelen av resultatet. Resultatet har fallit kraftigt på senare år till följd av att äldre lån med höga marginaler förfallit och ersatts med lån till lägre räntor och med mindre marginaler.

Diagram 6.7: Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden 2001–2005 (miljoner kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Premieobligationerna har minskat kostnaderna för statsskulden med 98 miljoner kronor. Räntemarginalen har minskat på senare år vilket bidragit till att kostnadsbesparingen inte varit lika stor som tidigare år.

Riksgäldspar minskade kostnaderna för statsskulden med 10 miljoner kronor år 2005, vilket är en förbättring med 4 miljoner sedan 2004. Sammantaget uppvisar sparformen 56 miljoner kronor i överskott för utvärderingsperioden.

Tabell 6.7: Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden 2001–2005 (miljoner kronor).

Upplåningsinstrument ¹	2001	2002	2003	2004	2005	Totalt
Premieobligationer ²	287	317	240	110	98	1 052
Riksgäldskonto ³	2	-	-	-4	-2	-4
Riksgäldspar	10	10	20	6	10	56
Summa besparing	299	327	260	112	106	1 104

¹ Jämfört med nollkupongräntestrukturen.

² Avser premielån emitterade från och med 1996.

³ Fr.o.m. 2004 används en ny modell för resultatberäkning och värden för tidigare år är därför inte helt jämförbara. Riksgäldskonto är en gammal sparform som 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. Målet avser såväl den samlade upplåningen som, i rimlig omfattning, de enskilda låneinstrumenten. Under utvärderingsperioden 2001–2005 uppgick den samlade kostnadsbesparingen till omkring 1,1 miljarder kronor, vilket innebär att Riksgäldskontoret uppnått det kvantitativa målet för privatmarknads-

upplåningen. Även avseende de enskilda låneinstrumenten kan det kvantitativa målet anses vara uppfyllt, eftersom de aktiva låneinstrumenten uppvisar ett positivt resultat för utvärderingsperioden.

Regeringen konstaterar att det samlade resultatet i privatmarknadsupplåningen i mycket hög grad är beroende av resultatutvecklingen för premieobligationerna. Det är därför tillfredsställande att emissionsverksamheten under 2005 varit framgångsrik och att premieobligationsstocken åter börjat öka. Även tillväxten i antalet kunder och sparandevolymer inom RiksgäldsSpar är tillfredsställande, särskilt mot bakgrund av det låga ränteläget och den goda aktiemarknadsutvecklingen. Det tyder på att sparformen håller på att utvecklas till ett attraktivt alternativ på den svenska sparmarknaden. Satsningen på RiksgäldsSpar bör i möjligaste mån fortsätta.

Det primära syftet med Statspapper för alla är att nå nya kategorier av investerare och att fungera som en brygga mellan institutionsmarknad och privatmarknadsupplåning. Sparformen motiveras därför i stor utsträckning av marknadsvårdande skäl snarare än strikta kostnadsargument. Eftersom privatspararna deltar på samma villkor i statspappersauktionerna som de institutionella investerarna, är det inte möjligt att utvärdera sparformen enligt samma principer som de specialiserade instrumenten för privatmarknadsupplåning. Regeringen anser att kostnaderna för sparformen kan motiveras så länge som den fortsätter att utvecklas inom ramen för syftet och avsatta medel ryms inom tilldelad budgetram för Riksgäldskontoret. Den ökade omsättning och aktivitet som redovisas för 2005 är uppmuntrande.

Regeringen konstaterar att de felbetalningar som gjordes i samband med avvecklingen av sparformen Riksgäldskonto var olyckliga och berodde på en kombination av ett operativt misstag och brister i systemstödet. Enligt regeringen hanterade dock Riksgäldskontoret saken skyndsamt och väl. Det vittnar inte minst det låga utestående beloppet per den sista december 2005 om; 70 000 kronor utestående av en miljard kronor i initialt felaktigt utbetalt belopp. Kontoret har även vidtagit åtgärder genom skärpta rutiner och förbättrat systemstöd i olika delar av privatmarknadsupplåningen. Kostnaden för incidenten på 1 miljon kronor kan i sammanhanget anses liten och har belastat resultatet för 2005. Sparformens resultat var liksom 2004 negativt (-2 miljoner kronor) vilket är acceptabelt med tanke på att sparformen nu slutgiltigt är avvecklad.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 20 april 2006

Närvarande: Statsministern Persson, statsråden Ringholm, Pagrotsky, Östros, Bodström, Sommestad, Karlsson, Nykvist, Andnor, Nuder, M. Johansson, Hallengren, Björklund, Holmberg, Österberg, Orback, Baylan

Föredragande: statsrådet Sven-Erik Österberg

Regeringen beslutar skrivelse 2005/06:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2001–2005