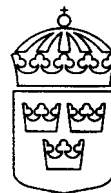


Regeringens skrivelse

2007/08:104



Utvärdering av statens upplåning och
skuldförvaltning 2003–2007

Skr.
2007/08:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 17 april 2008

Maud Olofsson

Anders Borg
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

Regeringen har sedan 1999 årligen beslutat om riktlinjer för stats-skuldens förvaltning. Regeringen ska senast den 25 april lämna en utvärdering av statsskuldförvaltningen till riksdagen. Utvärderingen har hittills lämnats årligen men fr.o.m. 2008 kommer skrivelsen att lämnas vartannat år.

Statsskuldspolitiken styrs av ett av riksdagen beslutat mål: att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav penningpolitiken ställer.

Riktlinjerna för statsskuldens förvaltning avser de tre närmaste åren medan utvärderingen av statsskuldspolitiken görs över rullande femårsperioder. I årets skrivelse behandlas statens upplåning och skuldförvaltning för åren 2003–2007. Utvärderingen delas upp på tre nivåer utifrån hur ansvaret för politiken är fördelat: regeringens riktlinjer, Riksgäldskontorets strategiska beslut samt Riksgäldskontorets operativa förvaltning. Årets skrivelse innehåller även en extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken samt regeringens kommentarer om denna rapport.

Huvudintrycket är att staten har en väl fungerande upplåning och skuldförvaltning. Uppsatta mål för utvärderingsperioden har nåtts och grunderna för besluten bedöms vara väl motiverade. Granskningsrapporten ger stöd åt bedömningen att regeringens riktlinjer för perioden 2003–2007 varit väl underbyggda. Såväl regeringens riktlinjebeslut som Riksgäldskontorets förvaltning bedöms ha varit i enighet med det övergripande målet för statsskuldspolitiken, dvs. att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risken i förvaltningen.

Sammanfattning.....	3
1 Processen för statsskuldspolitiken.....	6
2 Utvecklingen av lånebehov och statsskulden.....	9
2.1 Lånebehovets utveckling.....	9
2.2 Statsskuldens utveckling.....	10
2.3 Statsskuldens sammansättning och löptid.....	11
3 Statsskuldens kostnader och risker.....	14
3.1 Utgifts- och kostnadsmässiga statsskuld räntor.....	14
3.2 Genomsnittliga emissionsräntor.....	15
3.3 Risker i statsskuldsförvaltningen.....	17
4 Redovisning av regeringens riktlinjebeslut.....	20
4.1 Riktlinjer före 2003.....	20
4.2 Förändringar i styrsystem och beräkningsmetoder.....	21
4.3 Riktlinjebesluten 2003–2007.....	22
5 Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut.....	29
5.1 Avvikelse från amorteringsriktvärdet.....	29
5.2 Avvikelseintervall kring andelsriktvärdet för real skuld i kronor.....	31
5.3 Löptidsriktvärden och avvikelseintervall för de enskilda skuldslagen.....	32
5.4 Valutafördelning i valutariktmärket.....	33
5.5 Delegering av riskmandat.....	35
5.6 Strategiska positioner.....	36
5.7 Principer för marknads- och skuldvard.....	37
6 Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut.....	38
6.1 Upplåning i utländsk valuta.....	38
6.2 Real upplåning i svenska kronor.....	41
6.3 Nominell upplåning i svenska kronor.....	46
6.4 Operativ hantering av valutaväxling.....	50
6.5 Aktiv förvaltning i utländsk valuta.....	50
6.6 Måluppfyllelse för marknads- och skuldvard.....	54
6.7 Upplåningen på privatmarknaden.....	56
7 Regeringens kommentarer om den externa granskningen av statsskuldspolitiken.....	60
Bilaga Granskningsrapport - Granskning av analysmetoder och riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2003 –2007.....	66
Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 17 april 2008.....	96

Nedan följer en sammanfattning av utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning för utvärderingsperioden 2003–2007.

Regeringens beslut om riktlinjer

Sammanfattning: Regeringen har under perioden förändrat den långsiktiga skuldsammansättningen i riktning mot en mindre andel valutaskuld och en större andel realskuld. Löptiden i statsskulden har kortats. Den ändrade skuldsammansättningen och den kortare löptiden har bidragit till sänkta lånekostnader inom ramen för ett fortsatt väl avvägt risktagande.

Styrsystemet har förändrats för att bli mer ändamålsenligt.

Under utvärderingsperioden har den tidigare inriktningen att minska andelen valutaskuld och öka andelen real kronskuld i statsskulden behållits. Motivet har främst varit att minska risken i statsskulden. Riktlinjerna som styr löptiden i statsskulden har verkat för en något kortare löptid. Motivet till detta har varit kostnadsskäl.

Sedan 2000-talets början har regeringen strävat efter att långsiktigt minska andelen valutaskuld och öka andelen realskuld i statsskulden. Skälet har främst varit att minska risken i skuldförvaltningen, men även kostnadsargument har talat för detta. Från 2003 års slut till 2007 års slut har valutaandelen fallit från 27 till 20 procent medan realandelen stigit från 14 till 19 procent, sett i förhållande till den okonsoliderade statskulden. Regeringen bedömer att andelsförändringen minskat risken i statsskulden samtidigt som kostnadsbesparingar har uppnåtts. Risken i statsskulden har blivit mindre då valutaandelen i skulden sjunkit, eftersom statsskuldens storlek och statens lånekostnader blivit mindre beroende av kronans utveckling. Risken har också minskat till följd av den diversifieringseffekt som uppkommit genom att andelen real kronskuld ökat under perioden. Den ökade andelen real kronskuld har bidragit till betydande kostnadsbesparingarna i förhållande till om upplåningen i stället gjorts i nominella obligationer.

Regeringen har under utvärderingsperioden strävat efter att förkorta löptiden i statsskulden, främst med kostnadsargument som stöd. Löptidsförkortningarna genomfördes inför 2005 och 2007. Den förkortade löptiden har så här långt medfört lägre upplåningskostnader för staten. Den ökade risken till följd av löptidsförkortningen har vägt av mot allt ljusare statsfinansiella utsikter.

Regeringen bedömer att riktlinjerna under utvärderingsperioden varit förenliga med den penningpolitiska restriktionen i det statsskuldspolitiska målet. Bedömningen stöds av Riksbankens remissyttranden.

Under utvärderingsperioden har både styrsystem och beräkningsmetoder förändrats i syfte att uppnå en så ändamålsenlig styrmodell som möjligt. År 2006 ändrades löptidsmättet för den nominella kron- och valutaskulden från duration till *genomsnittlig räntebindningstid (GRT)*. År 2007 breddades löptidsmättet till att omfatta hela statsskulden, dvs. även den reala kronskulden. Samma år infördes även ett nytt system för andelsstyrning där regeringen anger riktvärden för vart och ett av de tre

skuldslagen. Som en konsekvens av det nya systemet med andelsstyrning infördes även ett nytt andelsmått, *statsskuldens summerade kassaflöden (SSK)*. Måttet omfattar skuldslagens samtliga kontrakterade kassaflöden genom att, förutom det nominella slutbeloppet, även inkludera framtida kupongbetalningar och inflationskompensation.

Skr. 2007/08:104

Riksgäldskontorets strategiska beslut

Sammanfattning: Riksgäldskontorets strategiska beslut har under åren 2003–2007 fattats i enlighet med regeringens riktlinjer och det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

Inom ramen för regeringens riktlinjer fattar Riksgäldskontorets styrelse strategiska beslut om förvaltning och upplåning. Regeringen bedömer att de strategiska besluten under perioden varit i enlighet med målet för statsskuldspolitiken.

Besluten att skjuta på valutaamorteringar med ett sammanlagt belopp på 12 miljarder kronor 2005 och 2006 har så här långt varit framgångsrika. Preliminärt uppgår kostnadsbesparingarna till följd av nämnda beslut till 0,4 miljarder kronor.

Storleken på det av styrelsen fastställda intervallet kring andelen realskuld, motsvarande ± 2 procent 2007, bedöms som rimligt. Intervallet har medgett flexibilitet utan att förutsägbarheten blivit lidande.

Beslutet att hålla löptiden i den nominella kronskulden oförändrad under 2007 bedöms som rimligt, liksom att förkorta löptiden i valutaskulden. Detta har möjliggjort en större andel svenska obligationer med längre löptid, främjat likviditeten i den svenska obligationsmarknaden och bidragit till lägre upplåningskostnader för staten.

Riksgäldskontorets val av nytt riktmärke för den passiva förvaltningen av valutaskulden för perioden 2006–2008 förefaller rimligt. Det ökade inslaget av schweizerfranc i riktmärket har bidragit till kostnadsbesparingar på 1,6 miljarder kronor under 2006 och 2007.

De principer som Riksgäldskontorets satt upp för marknads- och skuldvard är rimliga och ger goda förutsättningar för att minska låne-kostnaderna för statsskulden.

Sammanfattning: Riksgäldskontorets operativa beslut har under åren 2003–2007 fattats i enlighet med regeringens riktlinjer och det övergripande målet för statsskuldpolitiken.

Inom ramen för regeringens riktlinjer och beslut fastställda av Riksgäldskontorets styrelse (strategiska beslut) fattar Riksgäldskontoret operativa beslut. Regeringen bedömer att de operativa besluten under utvärderingsperioden varit i enlighet med målet för statsskuldpolitiken.

Genom valet av upplåningsformer har Riksgäldskontoret bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta. En allt större del av valutaupplåningen har gjorts via valutaswappar. Detta har bidragit till billigare upplåning än om den utländska valutan direktupplånats. En positiv effekt av den ökade användningen av swappar vid valutaupplåning har också varit att volymen statsobligationer ökat, vilket varit positivt för likviditeten.

Upplåningen reellt i svenska kronor pekar på ett realiserat resultat motsvarande 0,8 miljarder kronor 2007 och 12,7 miljarder kronor för utvärderingsperioden. Resultatet har uppkommit till följd av låga inflationsutfall, vilket gynnat upplåningen via realobligationer jämfört med nominella obligationer. Riksgäldskontoret har hållit andelen realskuld inom det fastställda intervallet (± 2 procent) för målandelen (25 procent).

Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i statsobligationer och statsskuldväxlar förefaller, trots kraftigt fallande lånebehov, ha fungerat tillfredsställande under perioden. I takt med att lånebehovet minskat (överskotten ökat) har emissionsvolymerna sänkts. Vidare har Riksgäldskontoret växlat utländsk valuta enligt en jämn bana för att ge förutsägbarhet och tydlighet i närvaron på den svenska kronmarknaden.

Riksgäldskontorets operativa positioner (aktiva förvaltning i utländsk valuta) visade en förlust på 0,2 miljarder kronor 2007. För perioden 2003–2007 var resultatet 0,8 miljarder kronor. Resultatet har uppnåtts med lågt risktagande. Under perioden har Riksgäldskontorets aktiva förvaltning presterat bättre resultat än de externa förvaltarna.

Den operativa marknads- och skuldvard som Riksgäldskontoret bedriver förefaller ha bidragit till en mer effektiv statspappersmarknad och därmed till långsiktigt lägre kostnader för statsskulden. Årliga investerundersökningar genomförda av Prospera visar att investerarnas helhetsintryck av Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet är gott, bland annat när det gäller information om lånebehov och finansiering. Även Riksgäldskontorets hantering av reponverksamheten i samband med den finansiella turbulensen bedöms som tillfredsställande.

Resultatet för privatmarknadsupplåningen blev 0,2 miljarder kronor för 2007 och 0,8 miljarder kronor för utvärderingsperioden. Vid 2007 års slut stod privatmarknadsupplåningen för 64 miljarder kronor, vilket motsvarade 5,4 procent av statsskulden.

Statsskuldspolitiken bedrivs sedan 1998 enligt en särskild årligt återkommande process. Processen, med dess ansvarsfördelning och beslutsordning, är utformad för att stödja arbetet med att uppnå det av riksdagen beslutade övergripande målet för statsskuldspolitiken: *att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav penningpolitiken ställer (se lagen [1988:1387] om statens upplåning och skuldförvaltning).*

Processen och beslutsmodellen

Den årliga processen börjar med att Riksgäldskontoret lämnar förslag till kommande års riktlinjer till Finansdepartementet (senast 1 oktober) som remitterar förslaget till Riksbanken för yttrande. Riktlinjebeslutet arbetas fram av Finansdepartementet med hjälp av nämnda förslag och yttrande. Senast den 15 november fattar regeringen beslut om riktlinjerna. I riktlinjebesluten uttrycker regeringen sin statsskuldspolitik. Centralt i riktlinjerna är besluten om skuldens sammansättning och löptid, eftersom dessa båda parametrar är avgörande för avvägningen mellan kostnad och risk. När regeringen har fattat riktlinjebeslut, svarar Riksgäldskontoret för att strategiska beslut fattas och att dessa sedan omsätts i den operativa förvaltningen av skulden. Efter att året passerat ska Riksgäldskontoret, senast den 22 februari, lämna underlag till utvärdering av statsskuldförvaltningen. Detta underlag utgör en viktig grund till den skrivelse som regeringen lämnar till riksdagen senast den 25 april.

Från och med 2008 kommer regeringens utvärderingsskrivelse att lämnas till riksdagen vartannat år (se regeringens skrivelse 2006/07:104 samt 2006/07:FiU22). Nästa utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning kommer således att lämnas till riksdagen våren 2010 och då avse åren 2005–2009. Anledningen till att uppföljningen görs mindre frekvent efter 2008 är att statsskuldens budgetmässiga betydelse har minskat samt att den statsskuldspolitiska processen nu är väl etablerad och fått riksdagens godkännande. Den nuvarande beslutsordningen behålls oförändrad. Liksom tidigare kommer den statsskuldspolitiska utvecklingen även att redovisas i budgetpropositionen under utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m. Under mellanåren kommer regeringen att i korthet att redovisa regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets uppnådda resultat under det gångna verksamhetsåret.

Målet för statsskuldspolitiken är långsiktigt. Regeringen fattar därför beslut om riktlinjer för tre år i taget, varav de två senare åren är att betrakta som preliminära. För att behålla ett långsiktigt fokus i uppföljningen utvärderas den genomförda statsskuldspolitiken över rullande femårsperioder. Utvärderingen bygger på principer som fastställs i riktlinjebesluten. Syftet med utvärderingen är både att möjliggöra en samlad bedömning av hur skuldförvaltningen har bedrivits och att ge vägledning för framtida beslut om statsskuldspolitiken.

Budgetmässig hantering av räntor på statsskulden

Räntor på statsskulden finansieras via statsbudgeten, utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m. anslag 92:1 *Räntor på statsskulden*. Anslagsredovisningen av statsskuldräntorna är utgiftsmässig och i princip baserad på hur mycket som betalas varje år (kassamässigt). De utgiftsmässiga statsskuldräntorna påverkas i stor utsträckning av upplåningstekniska faktorer. Detta gör att variationer mellan åren uppkommer utan att underliggande skuld-, ränte- och valutakursfaktorer har förändrats på motsvarande sätt. För redovisning och analys av kostnadsutvecklingen för statsskulden finns därför även en kostnads-mässig redovisning, justerad för upplåningstekniska effekter (avsnitt 3).

Räntor på statsskulden hanteras i samma budgetprocess som övriga utgiftsområden och anslag. Det finns dock två principiellt viktiga skillnader i förhållande till övriga utgiftsområden och anslag:

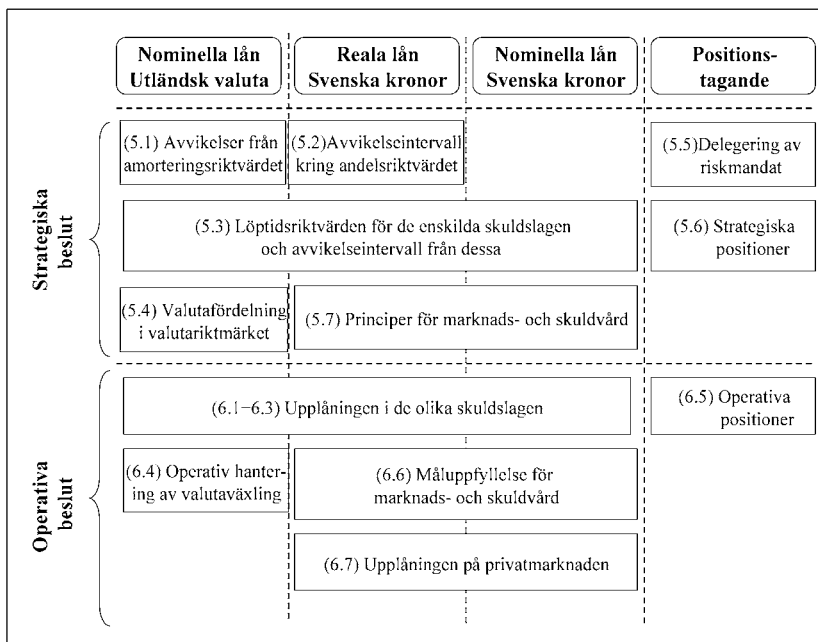
- Utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m. ligger utanför utgiftstaket. Detta innebär att i situationer då statsskuldräntorna blir högre än budgeterat krävs inte finansiering från något annat utgiftsområde. På motsvarande sätt frigörs heller inget utrymme i situationer då statsskuldräntorna blir lägre än budgeterat.
- Riksgäldskontoret ges efter ett särskilt årligt bemyndigande rätt att överskrida anslag 92:1 *Räntor på statsskulden* och anslag 92:3 *Riksgäldskontorets provisionskostnader i samband med upplåning och skuldförvaltning*, om det krävs för att fullgöra statens betalningsåtaganden.

Detta avsnitt har beskrivit processen och ansvarsfördelningen för statsskuldspolitiken. I avsnitt 2 ges inledningsvis en beskrivning av statsskuldens och lånebehovets utveckling i syfte att ge läsaren en övergripande bild av den statsfinansiella miljö som riktlinjebesluten fattats i. I avsnitt 3 sammanfattas statsskuldens kostnader och risker.

I avsnitt 4 redovisas regeringens riktlinjebeslut under utvärderingsperioden, medan avsnitt 5 och 6 innehåller utvärderingen av Riksgäldskontorets strategiska respektive operativa beslut. Presentationen av utvärderingen av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut görs utifrån strukturen i det utvärderingsschema som angavs i riktlinjebeslutet för 2007; se figur 1. Eftersom redovisning och utvärdering görs på tre nivåer förekommer vissa upprepningar. I andra fall görs hänvisningar mellan avsnitten.

Slutligen innehåller avsnitt 7 regeringens kommentarer och åtgärder med anledning av den externa granskningsrapport som finns i bilaga.

Figur 1. Utvärderingsschema av Riksgäldskontorets beslut på strategisk och operativ nivå (enligt Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2007)

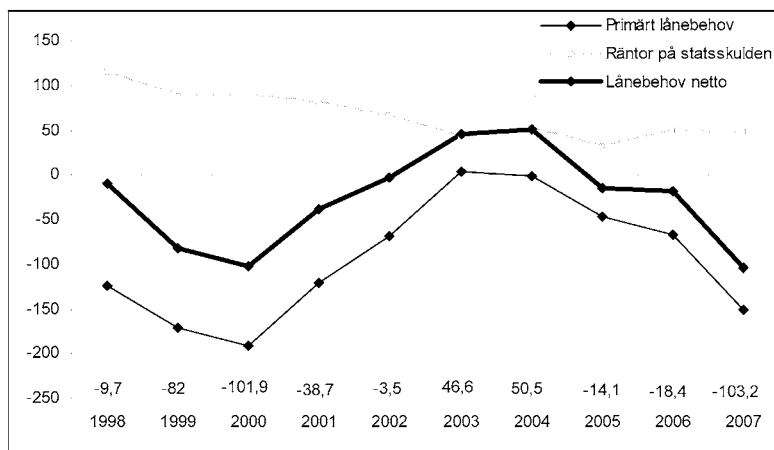


2.1 Lånebehovets utveckling

Lånebehov uppkommer då utbetalningarna från staten är större än inbetalningarna. De tre senaste åren har dock inbetalningarna varit större än utbetalningarna, vilket innebär att staten haft ett negativt lånebehov eller överskott på statsbudgeten.

Under 2007 visade statsbudgeten ett överskott (negativt lånebehov) på 103 miljarder kronor, vilket var 85 miljarder kronor större än för 2006 då överskottet blev 18 miljarder kronor. Ökningen förklaras både av en starkare konjunktur och av engångsvisa effekter. Den starka konjunkturen har lett till högre skatteinkomster via ökad konsumtion och högre sysselsättning. Samtidigt har statens utgifter för arbetslöshet och ohälsa minskat. De engångsvisa effekter som bidragit mest till det stora budgetöverskottet är att den årliga utbetalningen av premiepensionsmedel från Premiepensionsmyndigheten gjordes i december 2006 i stället för i januari 2007, samt av att staten under året sålde en del av sitt aktieinnehav i Telia-Sonera. De räntebetalningar på statsskulden som påverkat lånebehovet under 2007 uppgick till 47 miljarder kronor, vilket är en halvering jämfört med för tio år sen.

Diagram 2.1: Statens lånebehov 1998–2007, totalt samt fördelat på statsskuld räntor och primärt lånebehov (miljarder kronor)



Källa: Riksgäldskontoret.

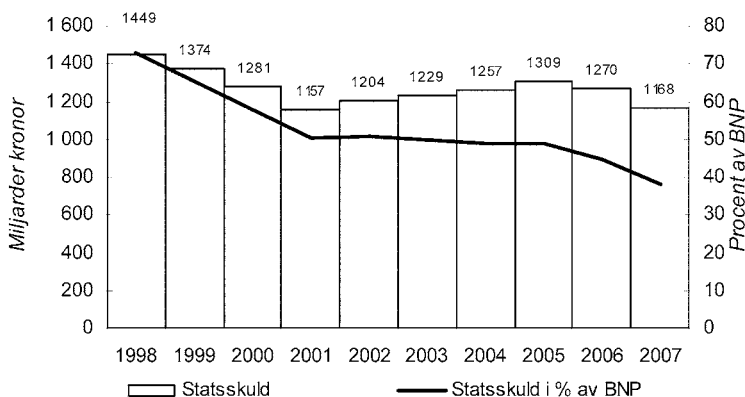
Enkelt uttryckt är det primära lånebehovet nettot av alla in- och utbetalningar till och från staten exklusive räntor på statsskulden. I lånebehovet räknas även ränteutbetalningarna med. Lånebehovet uttryckt i miljarder kronor framgår i nedre delen av tabellen.

Historiskt har staten haft lånebehov flertalet år. I början av 1990-talet ökade lånebehovet till rekordhöga nivåer och statsskulden fördubblades från 600 miljarder kronor till 1 300 miljarder kronor mellan 1990 och 1994. Efter sanering av statens finanser och som en följd av att ekonomin

2.2 Statsskuldens utveckling

Vid slutet av 2007 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 168 miljarder kronor, vilket innebär en minskning med 102 miljarder kronor jämfört med föregående år. Som andel av BNP var statsskulden 38 procent vid utgången av 2007, sex procentenheter lägre än vid föregående årsskifte. Sedan slutet av 1998 då statsskulden uppgick till 1 449 miljarder kronor har den minskat med 281 miljarder kronor.

Diagram 2.2: Statsskulden 1998–2007 (miljarder kronor och % av BNP)



Källa: Riksgäldskontoret.

Förändringen i statsskulden och lånebehovets/överskottets storlek kan skilja sig åt då det finns några poster som endast påverkar statsskulden och andra poster som bara påverkar lånebehovet. Den potentiellt viktigaste posten som gör att lånebehovet och statsskuldens förändring kan skilja sig åt är omvärdering av valutaskulden. Förklaringen till detta är att valutaskulden värderas till bokslutsdagens valutakurser uttryckt i svenska kronor. Detta innebär att när kronkursen stärks eller försvagas i förhållande till föregående årsskifte kommer valutaskulden att minska eller öka även om valutaskulden uttryckt i de utländska valutorna (rent hypotetiskt) skulle varit densamma. Omvärderingen av valutaskulden leder emellertid inte till något kassaflöde och påverkar således inte lånebehovet utan endast statsskuldens storlek. År 2005 och 2006 var omvärderingseffekterna särskilt stora. År 2005 försvagades kronan vilket ledde till att omvärderingen ökade valutaskulden med 29,2 miljarder kronor. Året därpå, när kronan stärktes, minskade omvärderingen valutaskulden med 23,3 miljarder kronor.

I tabell 2.1 redovisas hur stor del av statsskuldens förändring som förklaras av lånebehov, omvärdering av valutaskulden (orealiserade valutakursdifferenser) och övriga skulddispositioner. Som framgår har den okonsoliderade statsskulden totalt sett minskat från 1 228,7 miljarder

kronor vid 2003 års slut till 1 168,0 miljarder kronor vid 2007 års slut, en minskning med 60,7 miljarder kronor. Skr. 2007/08:104

Tabell 2.1: Statsskuldens förändring 2003–2007 (miljarder kronor)

	2003	2004	2005	2006	2007
Statens lånebehov	46,6	50,5	-14,1	-18,4	-103,2
Orealiserade valutakursdifferenser	-18,5	-9,5	29,2	-23,3	4,4
Övriga skulddispositioner	40,3	-12,4	36,1	3,0	-3,2
Summa skulddispositioner	21,8	-21,9	65,3	-20,3	1,2
Statsskuldens förändring	68,4	28,6	51,2	-38,6	-102,0
Okonsoliderad statsskuld	1228,7	1257,3	1308,6	1270,0	1168,0

Källa: Riksgäldskontoret

2.3 Statsskuldens sammansättning och löptid

Regeringen beslutar i de årliga riktlinjerna om statsskuldens sammansättning och löptid med syfte att uppnå det långsiktiga målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

Statsskulden utgörs av de tre skuldslagen:

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

Syftet med fördelningen på tre skuldslag är främst att minska risken i statsskulden. Den största delen av skulden är finansierad i nominella kronor. Genom att komplettera med realskuld och valutaskuld minskar beroendet av hur svenska nominella räntor utvecklas, eftersom räntorna för reala lån och valutalån till viss del följer egna mönster.

Som framgår av tabell 2.2 har andelen valutaskuld minskat från 27 till 20 procent, medan andelen realskuld ökat från 14 till 19 procent mellan 2003 och 2007 års slut.

Tabell 2.2: Statsskuldens sammansättning 2003–2007 (miljarder kronor och i procent av statsskuld)

	2003	2004	2005	2006	2007
Nom. lån i svenska kronor	726	766	798	787	718
<i>Nom. lån i svenska kronor, andel</i>	<i>59%</i>	<i>61%</i>	<i>61%</i>	<i>62%</i>	<i>61%</i>
Reala lån i svenska kronor	173	190	208	217	217
<i>Reala lån i svenska kronor, andel</i>	<i>14%</i>	<i>15%</i>	<i>16%</i>	<i>17%</i>	<i>19%</i>
Lån utländsk valuta, inkl. skuldkötsel	330	301	303	266	233
<i>Lån i utländsk valuta, andel</i>	<i>27%</i>	<i>24%</i>	<i>23%</i>	<i>21%</i>	<i>20%</i>
Okonsoliderad statsskuld	1 229	1 257	1 309	1 270	1 168

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm: Från och med 2003 redovisas statsskulden enligt nya principer. Skuldinstrumenten redovisas till nominellt slutvärde. Dessutom inkluderas derivatinstrument, som skuldbytes-

De tre skuldslagen finansieras via olika skuldinstrument. I tabell 2.3 redovisas statsskuldens sammansättning fördelad på dessa skuldinstrument. Den största delen av statsskulden utgörs av nominella lån i svenska kronor. Den nominella kronupplåningen görs i huvudsak i statsobligationer och statsskuldväxlar. Till kronskulden räknas även repor, dagslån och likviditetsväxlar. Det är instrument med kort löptid som används för att hantera de kortsiktiga likviditetsförändringarna i statens skuld.

Den reala upplåningen i svenska kronor domineras av realobligationer sålda på den institutionella marknaden men här ingår även en mindre andel reala privatmarknadslån upplånade via Riksgäldsspar.

Upplåningen i utländsk valuta sker normalt genom emission av obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning på kapitalmarknaden) eller genom att byta kronupplåning till exponering i utländsk valuta via valutaswappar (kron-/swappupplåning). I tabellen nedan specificeras inte upplåningen i utländsk valuta då detta redovisas separat i avsnitt 6.1.

Tabell 2.3: Statsskulden fördelad på olika skuldinstrument 2003–2007 (miljarder kronor och i procent av statsskuld 2007)

	2003	2004	2005	2006	2007	Andel av statsskuld
Statsobligationer	395	426	339	315	287	24,6 %
Statsskuldväxlar	245	259	374	349	283	24,2 %
Premieobligationer	39	38	42	41	38	3,3 %
Riksgäldsspar, nominellt	19	21	21	22	25	2,1 %
Likviditetshanteringsinstrument	29	22	23	45	69	5,9 %
Valutaterminer m.m.	-1	0	0	14	17	1,4 %
Nom. lån i svenska kronor	726	766	798	787	718	61,5%
Realobligationer	172	189	207	217	216	18,5 %
Riksgäldsspar, realt	1	1	1	1	1	0,1 %
Reala lån i svenska kronor	173	190	208	217	217	18,6 %
Lån utländsk valuta	330	301	303	266	233	19,9 %
Okonsoliderad statsskuld	1 229	1 257	1 309	1 270	1 168	100,0%

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 av exponeringen i de olika skuldslagen ingår dessa skuldskötselinstrument i redovisade andelar.

Den nominella kronskuldens utveckling

Nominella lån i svenska kronor har historiskt utgjort den viktigaste finansieringskällan för statsskulden och så är fallet även i dag. Vid 2007 års slut uppgick den nominella kronskulden till 718 miljarder kronor

vilket motsvarade 61 procent av den totala statsskulden. Under 2007 minskade den nominella kronskulden med 69 miljarder kronor. Minskningen består framför allt i att utestående statsobligationer och statsskuldväxlar minskade med 28 respektive 66 miljarder kronor.

Förutom statsobligationer och statsskuldväxlar ingår även merparten av privatmarknadsupplåningen i den nominella kronskulden. Privatmarknadsupplåningen görs via låneformerna premieobligationer och Riksgäldsspar som riktar sig till privatpersoner och mindre företag. Syftet med att låna på privatmarknaden är att statens lånekostnader ska bli lägre än om motsvarande upplåning görs i statsobligationer och statsskuldväxlar. Vid utgången av 2007 uppgick privatmarknadsupplåningen till 64 miljarder kronor, vilket var oförändrat jämfört med föregående år. Premieobligationer stod för 38 miljarder kronor av lånestocken, medan Riksgäldsspar stod för 25 miljarder kronor.

Den ökade upplåningen via likviditetsinstrument mellan 2006 och 2007 års slut (från 45 till 69 miljarder kronor) förklaras av den ökade efterfrågan på repor under hösten 2007, vilket i sin tur var en följd av turbulensen på finansmarknaderna. Inför årsskiftet minskade utbudet repor från övriga aktörer vilket gjorde att efterfrågan på repor från Riksgäldskontoret just över årsskiftet var extra stort.

Den reala kronskuldens utveckling

Den reala kronupplåningen introducerades 1994 i syfte att bidra till ytterligare diversifiering av statsskuldsporföljen. Sedan dess har realräntelånens andel av skulden stadigt ökat vilket varit i linje med den förda statsskuldspolitiken. Vid 2007 års slut uppgick den reala kronstocken till 217 miljarder kronor, vilket var oförändrat i förhållande till föregående årsskifte. Realskuldens andel av den okonsoliderade statsskulden var vid 2007 års slut 19 procent.

Under 2007 emitterade Riksgäldskontoret realobligationer för 5 miljarder kronor, vilket var 2 miljarder kronor mindre än föregående år. Förklaringen till den lägre emissionsvolymen var främst minskande statsskuld och anpassning av realskuldandelen till dess målandel.

Till realskulden räknas även den del av privatmarknadsupplåningen i Riksgäldsspar som säkerställer inflationssäkrad avkastning. Vid 2007 års slut uppgick stocken för denna låneform till 649 miljoner kronor, vilket var 136 miljoner kronor mindre än vid föregående årsskifte.

Valutaskuldens utveckling

I samband med den statsfinansiella krisen i början av 1990-talet gjordes en stor del av nyupplåningen i utländsk valuta. Därigenom ökade andelen skuld i utländsk valuta ökade från 10 procent till knappt 30 procent. Regeringen bedömde att detta var en för stor andel valutaskuld, varför en långsiktig amortering av valutaskulden inleddes. I början av 2000-talet ökade valutaandelen ytterligare några procentenheter, dels som en följd av att skulden totalt sett minskade kraftigt, dels till följd av en svagare kronkurs.

Vid slutet av 2001 var andelen valutaskuld som störst. Valutaskulden uppgick då till 407 miljarder kronor, vilket motsvarade 34 procent av den okonsoliderade statsskulden. Vid 2007 års slut uppgick valutaskulden till 233 miljarder kronor, eller 20 procent av den okonsoliderade skulden.

Statsskuldens totala kostnader påverkas främst av skuldens storlek, rådande räntenivåer och växelkursutveckling. På vilket sätt ränte- och valutakursutveckling slår igenom på kostnaden och risken för statsskulden styrs också av regeringens riktlinjebeslut och av Riksgäldskontorets strategiska och operationella beslut.

3.1 Utgifts- och kostnadsmässiga statsskulsräntor

De utgiftsmässiga statsskulsräntorna har under utvärderingsperioden varierat mellan 32,6 miljarder kronor och 52,6 miljarder kronor. Bakom de stora variationerna ligger upplåningstekniska faktorer som försvagar kopplingen mellan respektive års ränteutgifter och skuld, ränte- och valutaförhållanden. Vid uppföljning och analys av kostnadsutvecklingen för statsskulden används därför en kostnadsmässig sammanställning justerad för upplåningstekniska effekter (nedre delen av tabell 3.1).

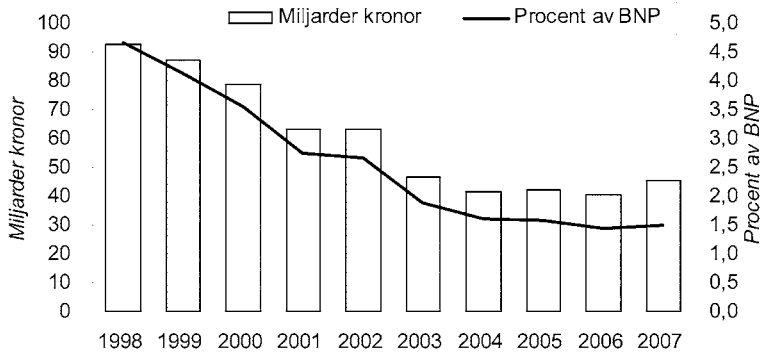
Tabell 3.1: *Utgifts- och kostnadsmässiga statsskulsräntor (miljarder kronor)*

<i>Utgiftsmässiga statsskulsräntor</i>	2003	2004	2005	2006	2007
Inhemska räntor	38,0	40,7	39,5	37,9	38,6
Utländska räntor	16,4	11,5	11,3	10,5	10,9
Över-/underkurser vid emission	-14,5	-10,1	-9,0	-4,0	-3,5
Summa räntor	39,9	42,1	41,8	44,4	46,0
Räntor på in/utlåning	-6,8	-7,0	-6,9	-6,1	-5,4
Valutaförluster/vinster	4,4	5,1	-10,2	6,3	2,5
Kursförluster/vinster	3,8	13,5	7,6	5,9	4,2
Övrigt	0,7	-1,1	0,3	-1,2	-0,1
Summa ränteutgifter	42,0	52,6	32,6	49,4	47,2
<i>Kostnadsmässiga statsskulsräntor</i>					
Summa räntor (se tabell ovan)	39,9	42,1	41,8	44,4	46,0
Just. kursdiff v. emission	11,0	4,0	0,0	0,0	0,0
Just. nollkupongräntor	-3,5	-1,0	0,0	0,0	0,0
Just löpande räntor/övriga räntor utfäl	-0,9	-3,5	0,0	0,0	0,0
Övrigt	0,0	0,0	0,3	-3,6	-0,6
Summa kostnadsjustering	6,7	-0,5	0,3	-3,6	-0,6
Summa räntekostnader	46,6	41,6	42,1	40,8	45,4

Som framgår av tabell 3.1 är variationen i de kostnadsmässiga statsskulsräntorna betydligt mindre än för de utgiftsmässiga. Merparten av kostnaderna härrör från inhemska räntor, eftersom runt 80 procent av statsskulden är upplånad i svenska kronor. De utländska räntorna avser räntor kopplade till skulden i utländsk valuta. Under perioden har emission i lån med högre kupongränta än marknadsränta resulterat i överkurser på mellan 14,5 och 3,5 miljarder kronor per år. Överkurser vid emission innebär att Riksgäldskontoret erhåller den diskonterade mellanskillnaden mellan kupongräntan och marknadsräntan vid emissionstillfället.

De senaste tio åren har räntekostnaderna halverats, från runt 90 miljarder kronor per år till runt 45 miljarder kronor per år. Detta är både en följd av att statsskulden minskat och att räntenivåerna gått ner. Som andel av BNP har de kostnadsmässiga räntorna minskat från 5 procent för tio år sedan till runt 1,5 procent de senaste åren (diagram 3.1).

Diagram 3.1: Kostnadsmässiga statsskuldräntor 1998–2007 (miljarder kronor och % av BNP)



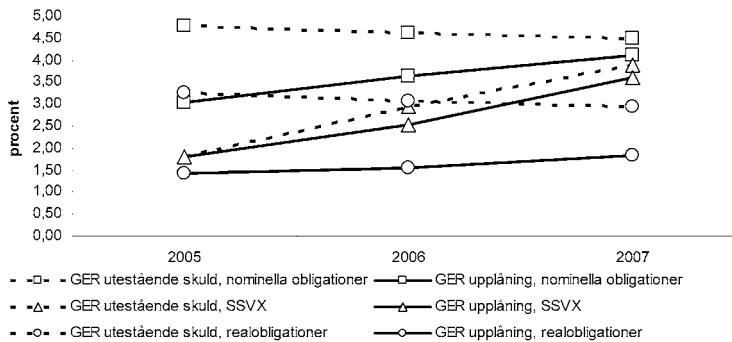
I takt med att räntekostnaderna minskat har också statsskulden fått en mindre betydelse för statsbudgeten. År 1998 utgjorde ränteutgifterna 16 procent av statens utgifter, medan motsvarande andel 2007 uppgick till 6 procent.

3.2 Genomsnittliga emissionsräntor

Kostnaderna för statsskulden redovisas också som genomsnittliga emissionsräntor vid upplåning. De emissionsräntor Riksgäldskontoret betalar vid upplåning, i kombination med de upplånade volymerna, utgör grunden för både de utgifts- och kostnadsmässiga statsskuldräntorna.

I förhållande till för tio år sedan har emissionsräntorna varit lägre de senaste åren. Under 2006 och 2007 har dock de genomsnittliga emissionsräntorna vid upplåning stigit, vilket förklaras av högre reporänta och högre marknadsräntor. När det gäller genomsnittlig emissionsränta för utestående skuld i nominella och reala statsobligationer har emissionsräntan däremot sjunkit då äldre obligationer med högre räntor försvunnit ur obligationsstockarna.

Diagram 3.2 Genomsnittliga emissionsräntor (GER) vid upplåning och för utestående skuld Skr. 2007/08:104



För stocken statsskuldväxlar har den genomsnittliga emissionsräntan stigit under 2006 och 2007. Förklaringen till detta är att de högre marknadsräntorna slår igenom snabbare på stocken statsskuldväxlar, eftersom den utestående skulden i detta instrument omsätts snabbare.

Tabell 3.2 Genomsnittliga emissionsräntor (GER¹)

	2005	2006	2007	2006	2007
<i>Nominella obligationer</i>					
				<i>Förändring</i>	
Utestående volym ² , miljarder kronor	563	550	511	-13	-39
GER utestående skuld, procent	4,79	4,62	4,48	-0,17	-0,14
Såld volym ³ , miljarder kronor	78	84	61	6	-23
GER upplåning, procent	3,03	3,63	4,13	0,60	0,50
<i>Statsskuldväxlar⁴</i>					
Utestående volym ² , miljarder kronor	288	255	180	-33	-75
GER utestående skuld, procent	1,79	2,93	3,89	1,14	0,96
Såld volym ³ , miljarder kronor	408	420	318	12	-102
GER upplåning, procent	1,79	2,53	3,60	0,74	1,07
<i>Realobligationer⁵</i>					
Utestående volym ² , miljarder kronor	206	215	216	9	1
GER utestående skuld, procent	3,25	3,06	2,94	-0,19	-0,12
Såld volym ³ , miljarder kronor	27	20	17	-7	-3
GER upplåning, procent	1,43	1,55	1,85	0,12	0,30

¹ För att jämföra den genomsnittliga emissionsräntan för nominella respektive reala instrument måste den genomsnittliga emissionsräntan för realobligationer justeras för inflationen.

² Övertagna lån ingår ej.

³ Emitterad volym i auktioner och säljdelen i bytestransaktioner.

⁴ Inklusive likviditetsväxlar.

⁵ Volymen är inklusive upplupen inflation.

Målet för statsskuldsförvaltningen anger att riktlinjerna ska baseras på en avvägning mellan långsiktig förväntad kostnad och risk. Som framgår av avsnitt 3.1 och 3.2 går det att ta fram relativt enkla och lättolkade mått på skuldens realiserade kostnader. Uppgiften att mäta vilka risker som tas eller ens i enkla termer definiera riskerna i statsskuldsförvaltningen är betydligt svårare.

Riskbegreppet och dess olika dimensioner

Orsakerna till att riskmätningar är komplicerade är flera. För det första, och rent generellt, är risk ett fenomen som inte utan vidare kan mätas i efterhand. Vid utvärderingsperiodens slut är resultatet fastställt och risken är definitionsmässigt noll. Risktagandet måste därför bedömas på förhand eller åtminstone på samma premisser som om det görs på förhand. Av detta följer att utvärderingen av huruvida statsskuldskonferansen levit upp till målet måste göras med utgångspunkt i den information som fanns och de bedömningar som regeringen och Riksgäldskontoret gjorde när besluten fattades. Det är också den princip som riksdagen följt i sina utvärderingar.

För det andra måste statsskuldskonferansen ta hänsyn till risker av flera slag. Detta har varit ett huvudtema i den process där riktlinjerna för statsskuldskonferansen vuxit fram, allt sedan målet och styrsystemet lades fast i lag 1998. I exempelvis riktlinjebeslutet inför 2001 (s. 12) skrev regeringen:

Regeringen bedömer att risken i statsskuldskonferansen i princip bör definieras i termer av skuldportföljens bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. Denna definition av risk förefaller mer ändamålsenlig än ett nominellt riskbegrepp som endast tar fasta på risken för stigande emissionsräntor i nominella termer. Den ökade komplexiteten som (...) ansatsen medför innebär samtidigt att svårigheten att dra operationella slutsatser kan öka. Även om det här diskuterade riskbegreppet på sikt bör kunna ersätta ett nominellt mått, bör bägge måtten användas tills vidare.

Komplexiteten i de bedömningar som krävs för att koppla samman statsskuldens kostnader med det övergripande statsfinansiella läget har visat sig vara så stora att båda perspektiven på risk fortsatt lever vidare. Vid kvalitativa resonemang har regeringen oftare hänvisat till det bredare perspektivet, medan kvantitativa riskmått hämtade från formella modeller primärt byggd på skuldens kostnader (mätt som emissionsräntor).

Även om man begränsar sig till kvantitativa riskmått byggda på emissionsräntor är komplexiteten betydande. I en viss modell med vissa antaganden kan man komma fram till kvantitativa mått på risken i olika skuldportföljer. Men måtten är känsliga för gjorda antaganden och det finns inget facit på vilka antaganden som bäst beskriver framtiden. Det gör att kvantitativa riskmått är mer lämpliga som underlag för diskussionen av valet av skuldportfölj, som komplement till kvalitativa överväganden, än som deskriptiva mått på riskegenskaperna hos den faktiska portföljen.

Till detta kommer att riskbegreppet även har mer kvalitativa dimensioner. Så måste exempelvis skuldportföljen ha sådana egenskaper

att en situation där staten har svårt att refinansiera förfallande lån undviks. Skuldportföljen måste således kunna hanteras (till rimliga kostnader) även i extrema situationer. Detta fångas inte genom formella riskmått utan kan som bäst illustreras med hjälp av så kallade stresstester. Dessa gör det möjligt att studera hur skuldens kostnader skulle påverkas av ett givet extremt scenario, men ger inget mått på risken, eftersom det typiskt sett inte går att bedöma hur sannolikt just detta scenario är.

Riskens bestämningfaktorer

Något samlat mått på riskerna i statsskuldsförvaltningen går således inte att ta fram. I generella termer kan det ändå konstateras att de nominella riskerna styrs av samma faktorer som de nominella kostnaderna, dvs. hur räntor, inflation och växelkurser utvecklas. Genomslaget av dessa faktorer beror i sin tur på hur skulden är sammansatt samt på löptiden. Med en kort löptid (räntebindningstid) blir genomslaget av ändringar i räntenivån snabbt och märkbart, eftersom en stor del av skulden måste refinansieras i varje period. Med en stor andel realskuld i portföljen blir genomslaget av ökad inflation markant. På samma sätt påverkas skulden påtagligt av kronans växelkurs om valutaskuldsandelen är betydande.

Även nettolånebehovet (budgetsaldot) har betydelse för de finansiella riskerna. Ett stort nettolånebehov gör att nya lån måste tas upp till framtida och därmed osäkra räntor. Eller, om budgeten visar ett stort överskott och skulden har en mycket lång löptid, måste gamla lån köpas tillbaka till ett på förhand okänt marknadspris.

Av denna skissartade beskrivning framgår varför regeringens riktlinjebeslut avser skuldens fördelning mellan skuldslag och dess genomsnittliga räntebindningstid. Det framgår även varför starka statsfinanser (ett budgetöverskott som gör att staten ger ut mindre nya lån än den betalar tillbaka) har betydelse för risknivån och påverkar vilka risker i skuldportföljen staten kan ta. Men det framgår också att en mer fundamental riskanalys inte kan göras så länge inte det framtida lånebehovet tas med i analysen. Detta visar på nytt vikten av att hålla kvar båda perspektiven på risk, trots att det gör styrningen och utvärderingen av statsskuldsförvaltningen svårare. Med tanke på att komplexiteten ligger i sakfrågan riskerar emellertid strävan efter alltför långt drivna förenklingar att göra att man grovt missar det egentliga målet.

Övriga risker i statsskuldsförvaltningen

Till dessa överordnade riskfaktorer, som styrs av regeringens riktlinjebeslut, kommer en rad andra risker som uppstår i Riksgäldskontorets förvaltning av skulden. Hit hör exempelvis kredit- och motpartsrisker i hanteringen av likviditet och derivatinstrument, marknadsvärdesrisker i den aktiva förvaltningen i utländsk valuta och operativa risker, till följd av mänskliga fel och brister i processer och system. Dessa risker uppstår i alla former av finansiell verksamhet och är således inte specifika för statsskuldsförvaltningen.

Hanteringen och styrningen av dessa risker är, med undantag för den överordnade gränsen för risktagande i den aktiva förvaltningen, delegerad till Riksgäldskontoret. Enligt förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret ska det finnas en beskrivning av de

huvudsakliga riskerna i verksamheten och hur dessa hanteras. Sedan 2006 görs detta i form av en finans- och riskpolicy som årligen beslutas av Riksgäldskontorets styrelse. Finans- och riskpolicyn omfattar både finansiella risker, i de delar där besluten är delegerade till Riksgäldskontoret, och operativa risker. Skr. 2007/08:104

Sammanfattning: Regeringen har under perioden förändrat den långsiktiga skuldsammansättningen i riktning mot en mindre andel valutaskuld och en större andel realskuld. Löptiden i statsskulden har kortats. Den ändrade skuldsammansättningen och den kortare löptiden har bidragit till sänkta lånekostnader inom ramen för ett fortsatt väl avvägt risktagande.

Styrsystemet har förändrats för att bli mer ändamålsenligt.

4.1 Riktlinjer före 2003

Målet för statsskuldspolitiken, kostnadsminimering med beaktande av risk, är långsiktigt. I denna skrivelse ägnas perioden 2003–2007 särskild uppmärksamhet. Riktlinjerna under dessa år har i vissa fall sitt ursprung i inriktningsbeslut som tagits före denna periods början. Av detta skäl ges en kort redogörelse av riktlinjebeslut före 2003.

De första riktlinjerna inom ”den nya statsskuldspolitiska processen” beslutades hösten 1998 och avsåg 1999. Sedan dess har en rad principiella frågor behandlats såsom vilka kostnads- och riskmått som ska användas, förutsättningar för Riksgäldskontorets flexibilitet i amorteringarna på valutaskulden och för kontorets positionstagande. Till de mest centrala ställningstagandena hör besluten om långsiktig inriktning för *sammansättning* och *löptid* i statsskulden, eftersom dessa parametrar har störst påverkan på avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldsvårvalningen.

När det gäller statsskuldens sammansättning har regeringen sedan 2001 långsiktigt sökt *minska andelen valutaskuld* och *öka andelen realskuld* i statsskulden. Bakgrunden till denna inriktning var att regeringen vid denna tidpunkt bedömde att förutsättningarna hade förbättrats för att kunna ta ställning till den långsiktiga utvecklingen av skuldens sammansättning och för att ange en långsiktig rörelseriktning.

Motiven för att *minska andelen valutaskuld* var att nya analyser och erfarenheter tydliggjort riskerna med en stor valutaskuld samtidigt som de kostnadsmässiga skälen för utländsk upplåning hade försvagats. Ett viktigt argument var att förändringar i kronans växelkurs direkt påverkar värdet av valutaskulden (och därmed statsskuldens storlek) och statens skuldräntor (och därmed lånebehovet/budgetsaldot). I ett bredare perspektiv riskerar en stor valutaskuld även att förstärka svängningarna i statsfinanserna, eftersom stigande kostnader för valutaskulden visat sig sammanfalla med konjunkturmässigt betingade statsfinansiella försvagningar. När det gäller de kostnadsmässiga argumenten för valuta-skuld ansåg regeringen att dessa hade förlorat i tyngd, eftersom de tidigare stora ränteskillnaderna mot andra europeiska länder hade försvunnit. Det saknades skäl att framöver anta långsiktigt stora systematiska kostnadsskillnader mellan skuld i svenska kronor och skuld i utländsk valuta. Bakom detta låg minskad ekonomisk-politisk osäkerhet i Sverige till följd av budgetsanering, ökad trovärdighet för prisstabilitet och fallande inflation. Ytterligare ett skäl som angavs var att valutaupplåning är ett flexibelt instrument för att snabbt täcka kraftiga

ökningar i lånebehovet, dock under förutsättning att valutaskulden i utgångsläget inte är alltför stor. Genom att reducera valutaskulden skaffar sig staten en ökad handlingsfrihet ifall det statsfinansiella läget skulle försämrats kraftigt och inhemsk upplåning skulle te sig kostsam.

Motivet att *öka andelen realskuld* var främst att minska risken. Den reala upplåningen bidrar till att sprida upplåningen till ytterligare en typ av finansiering utöver nominell kron- och valutaupplåning. Teoretiskt sett bör real upplåning i genomsnitt även vara billigare än nominell kronupplåning, eftersom staten övertar inflationsrisken från investeraren.

Regeringen förkortade *löptiden* i den nominella kron- och valutaskulden år 2000. Därefter har skulden förkortats ytterligare. Skälen för att korta löptiden, trots att en kortare löptid ökar risken, har varit kostnadsmässiga och gjorts utifrån antagandet att räntorna i kortare löptider i genomsnitt är lägre än räntor i längre löptider. Starkare statsfinanser har gett utrymme att ta större löptidsrisker inom ramen för ett fortsatt väl avvägt samlat risktagande i statsskuldsvälvet som helhet.

4.2 Förändringar i styrsystem och beräkningsmetoder

Under den femårsperiod (2003–2007) som uppföljningen i första hand avser har både styrsystem och beräkningsmetoder förändrats. Syftet med förändringarna har varit att uppnå en så ändamålsenlig styrmodell som möjligt utifrån det statsskuldspolitiska målet. Förändringarna har inneburit begränsade möjligheter för jämförelser bakåt i tiden i denna skrivelse, utifrån 2007 års styrsystem och definitioner. Riksgäldskontoret ser för närvarande över möjligheterna att ta fram längre tidsserier utifrån de nya definitionerna. Nedan redogörs för vilka förändringar som genomförts under utvärderingsperioden.

I riktlinjebeslutet för 2006 ändrades löptidsmålet för den nominella kron- och valutaskulden, från *duration* till *genomsnittlig räntebindningstid (GRT)*. Skillnaden mellan måtten är att *duration* påverkas av rådande marknadsräntor, vilket inte är fallet med *GRT*. Motivet till denna förändring var de oönskade, svårförutsägbara och praktiska konsekvenser som *duration*målet gav upphov till. Ett exempel på detta var att Riksgäldskontoret tvingades låna på längre löptider vid en ränteuppgång för att kompensera för nedgången i *duration*en. Det nya löptidsmålet ökar förutsägbarheten och undviker från kostnadssynpunkt irrationella omfördelningar mellan lån med kort och lång upplåning.

I riktlinjebeslutet för 2007 breddades löptidsmålet till att omfatta hela statsskulden, dvs. även den reala kronskulden. I samma riktlinjebeslut infördes även ett nytt system för andelsstyrning där regeringen anger riktvärden för vart och ett av de tre skuldslagen. När regeringen fastställt riktvärdena för skuldandelarna, fastställer Riksgäldskontorets styrelse intervall runt riktvärdet för realskulden. Som en konsekvens av det nya systemet med andelsstyrning infördes även ett nytt andelsmål, *statsskuldens summerade kassaflöden (SSK)*. Målet omfattar skuldslagets samtliga kontrakterade kassaflöden genom att, förutom det nominella slutbeloppet, även inkludera framtida kupongbetalningar och inflationskompensation. *SSK*-målet innebar att de tre skuldslagens

andelar av statsskuden förändrades. Andelen realskuld påverkades mest och steg med 7 procentenheter, medan andelen valutaskuld sjönk med 2 procentenheter i förhållande till den tidigare beräkningsmetoden. Andelen nominell skuld, som är en residual i styrningssammanhang, sjönk med 5 procentenheter. SSK-måttet används endast vid styrning och tillhörande uppföljning. För uppföljningsändamål mäts andelarna enligt SSK-måttet som 30 dagars glidande medelvärde.

Eftersom utfall enligt 2007 års styrsystem och definitioner saknas för åren före 2007, används måttet okonsoliderad statsskuld vid jämförelse över hela utvärderingsperioden i denna skrivelse. Okonsoliderad statsskuld är det officiella mått som Riksgäldskontoret använder vid den löpande redovisningen av statsskuden.

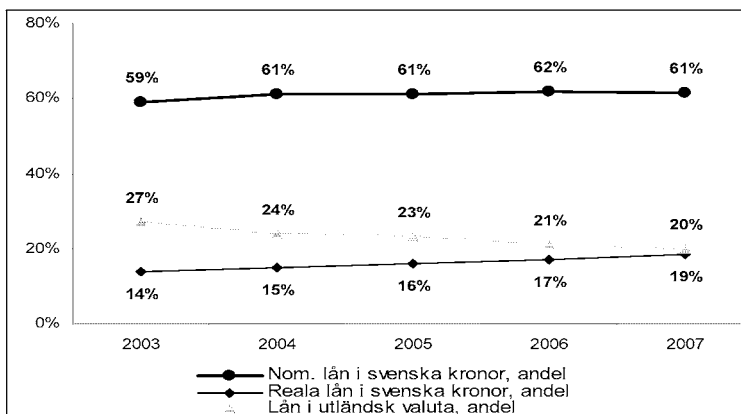
4.3 Riktlinjebesluten 2003–2007

Riktlinjebeslut för *statsskudens sammansättning* och *löptid* har störst betydelse för kostnad och risk i statsskudsförvaltningen. När det gäller statsskudens sammansättning under åren 2003–2007 har riktlinjerna verkat för en minskad andel valutaskuld och en ökad andel realskuld. Motivet för denna strävan har främst varit att minska risken i statsskuden. Statsskudens löptid har förkortats något under perioden i syfte att minska kostnaden för statsskuden.

Statsskudens sammansättning

Mellan åren 2003 till 2007 har valutaskuldens andel minskat från 27 till 20 procent i förhållande till den okonsoliderade statsskuden. Andelen realskuld har under samma period ökat från 14 till 19 procent; se diagram 4.1.

Diagram 4.1: Statsskudens sammansättning, okonsoliderad statsskuld



Källa: Riksgäldskontoret

Valutaskuld

Före 2005 angavs ingen procentuell måandel för valutaskuden, utan endast att andelen skulle minska. I riktlinjerna för 2005 fastställdes den nuvarande måandelen till 15 procent. I strävan mot denna andel beslutade regeringen att amorteringsriktvärdet på valutaskuden skulle

vara 25 miljarder kronor per år för åren 2003–2006 och 40 miljarder kronor för 2007. Regeringen har för dessa år också tilldelat Riksgäldskontoret möjligheten att avvika med ± 15 miljarder kronor per år om kronkursens utveckling, lånebehovet eller lånevillkoren på den svenska marknaden skulle förändras kraftigt. Bakgrunden till att amorteringsriktvärdet höjdes från 25 till 40 miljarder kronor mellan 2006 och 2007 var förväntningar på att statsskulden skulle falla relativt snabbt de kommande åren till följd av stärkta statsfinanser och aviserade försäljningsinkomster på 50 miljarder kronor per år (2007–2009)¹. Regeringen önskade också öka takten i anpassningen av andelen valutaskuld mot dess målandel på 15 procent.

I tabell 4.1 nedan framgår att valutaskulden minskat med 97 miljarder kronor under perioden, från 330 till 233 miljarder. Under perioden har valutaskuld för 105 miljarder kronor amorterats. Förklaringen till att valutaskulden har minskat mindre än de sammanlagda amorteringarna är främst den kraftiga kronförsvagningen 2005. I tabellen framgår även de av regeringen beslutade riktvärdena för amortering av valutaskulden i miljarder kronor samt målandelar och faktisk valutaskuldsandel i procent. Det nya andelsmättet för styrning av statsskuldens sammansättning (SSK-måttet) som infördes 2007 är inte jämförbart med den faktiska andelen som anges på sista raden i tabellen. Andelen valutaskuld för 2007 beräknat enligt SSK-måttet var 17,6 procent, dvs. något över det av regeringen fastställda riktvärdet (15 procent).

Tabell 4.1: Valutaskuld

	2003	2004	2005	2006	2007
Valutaskuld, inkl. skuldskötsel	330	301	303	266	233
Riktvärde amortering valutaskuld	25	25	25	25	40
Utfall amortering valutaskuld	25	25	20	18	42
Målandel valutaskuld	-	-	15%	15%	15%
Valutaskuld, andel av okons. skuld.	27%	24%	23%	21%	20%

Anm: Inför 2007 beslutade regeringen att byta andelsmätt till ett mått som inkluderar kupongbetalningar och inflationskompensation (SSK). Andelen valutaskuld för 2007 motsvarar enligt detta mått 17,6 procent.

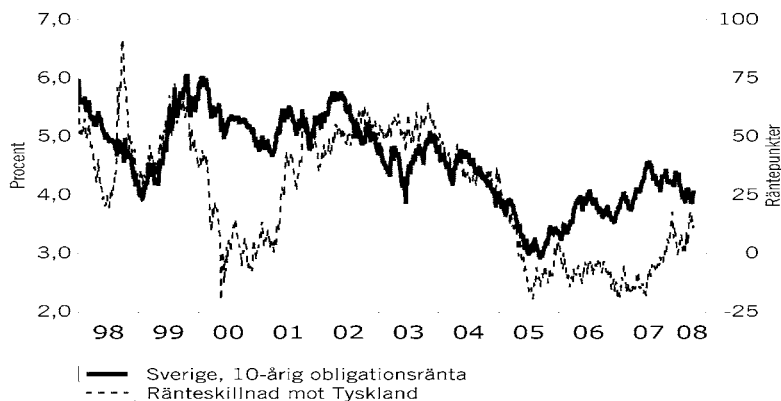
Inriktningen att minska valutaskulden har främst tagits i syfte att minska de risker som är förknippade med en stor valutaskuld. Kronans växelkurs påverkar direkt värdet av valutaskulden och statens räntekostnader för denna. En större valutaskuld innebär större risker i detta avseende. Tidigare, då de svenska räntorna var höga internationellt sett, fanns det kostnadsskäl att låna i utländsk valuta. Ränteskillnaden mellan svenska och utländska räntor har minskat betydligt efter 2003, vilket gör att det tidigare kostnadsargumentet fallit bort, se diagram 4.2. Andelen 15 procent har fastställts utifrån vad som ansetts lämpligt av både diversifieringsskäl och med hänsyn till beredskapsargument vid en kraftig försämring av statsfinanserna. Till detta kommer att diversifieringen, som förstärks av att valutaskulden är fördelad på flera valutor, ger utrymme att ha en kortare genomsnittlig löptid på skulden

¹ Budgetpropositionen för 2007 (prop. 2006/07:1).

som helhet, vilket normalt ger lägre kostnader. Här finns således en indirekt effekt på de förväntade kostnaderna från valutaskulden.

Genom att tillämpa ett avvikelseintervall kring amorteringsriktvärdet har Riksgäldskontoret har getts utrymme att avvika från riktvärdet då man funnit skäl för detta.

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



Källa: Ecwin

Real kronskuld

Önskemålet att öka den reala kronskuldens andel har baserats på diversifierings- och riskskäl. Kostnadsskäl har i viss mån också spelat in då real upplåning på lång sikt bör vara billigare än nominell upplåning².

Som tidigare nämnts valde regeringen att precisera sin syn på statsskuldens sammansättning 2005. På basis av analyser från Riksgäldskontoret bestämdes att den långsiktiga inriktningen av realskuldens andel skulle öka till 20–25 procent. I riktlinjebeslutet för 2006 preciserades riktvärdet för realskulden till 20 procent. Skälet att precisera andelen ytterligare var främst att regeringen ville minska osäkerheten om hur fördelningen mellan real och den nominell upplåning på kronobligationsmarknaden skulle komma att se ut³. Detta ansågs vara särskilt viktigt i tider då lånebehovet krymper och statsskulden är under anpassning till en kortare löptid (som under 2005). I detta låg en omsorg om den nominella obligationsmarknaden, eftersom utbudet av reala och nominella instrument kan ses som kommunicerande kärl. Regeringen ansåg dessutom att stocken realobligationer började närma sig den kritiska massa som kan anses tillräcklig för att uppnå stabila emissionsförhållanden och en fungerande marknad. Sammantaget talade detta för en något långsammare uppbyggnad av realstocken än tidigare. Regeringen betonade dock att det även fortsättningsvis var

² Åtminstone på teoretiska grunder. I praktiken är slutsatsen mer osäker på grund av förekomsten av likviditetspremier i de längre löptidssegmenten.

³ Skillnaden mellan 20- respektive 25-procentig andel för realskulden uppgick vid tillfället till ca 60 miljarder kronor.

Riksgäldskontorets uppgift att väga ökningstakten i real upplåning mot efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för de andra skuldslagen med beaktande av risk.

Skr. 2007/08:104

I syfte att öka den reala kronskuldens andel emitterade Riksgäldskontoret realobligationer för 18 miljarder kronor per år 2003 och 2004. Därefter har emissionsvolymerna minskat för att 2007 uppgå till 5 miljarder kronor. Sänkningen beror på en anpassning till det minskade lånebehovet och att andelen realskuld med den nya andelsdefinitionen under 2007 kommit att passera målandelen. I tabell 4.2 framgår den emitterade volymen real upplåning i miljarder kronor samt målandelarna för realskulden i procent. Från 2007, då det nya andelsmättet (SSK-måttet) infördes justerades realskulden till 25 procent av beräkningstekniska skäl. Beräknat med detta mått utgjorde den reala kronskulden 26,4 procent vid 2007 års slut, dvs. något över målandelen.

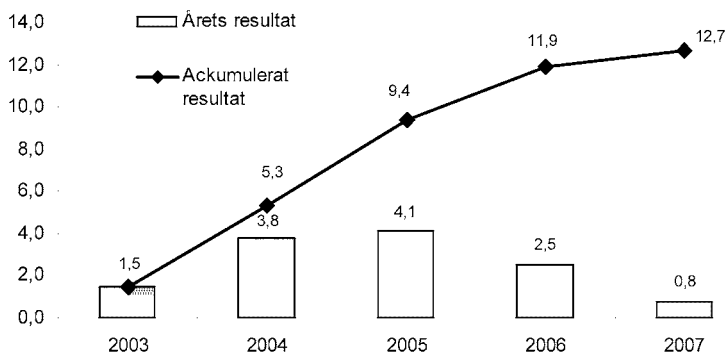
Tabell 4.2: Real kronskuld

	2003	2004	2005	2006	2007
Realupplåning såld volym	18	18	12	7	5
Målandel real kronskuld	-	-	20-25%	20%	25%
Reala lån i svenska kronor	173	190	208	217	217
Reala lån i svenska kronor, andel	14%	15%	16%	17%	19%

Anm: Inför 2007 beslutade regeringen att byta andelsmätt till ett mått som inkluderar kupongbetalningar och inflationskompensation (SSK). Andelen real kronskuld för 2007 motsvarar enligt detta mått 26,4 procent.

Motivet för att öka andelen realskuld har främst varit att minska risken i statsskulden. Bakgrunden är att ränteutvecklingen i reala lån i svenska kronor delvis följer ett eget mönster. Målandelen på 25 procent har fastställts för att tillgodogöra diversifieringseffekten samtidigt som andelen möjliggjort en likvid marknad för realobligationer. Ytterligare ett argument är att staten teoretiskt bör kunna låna billigare reallt än nominellt.

Diagram 4.3: Kalkylmässigt resultat för upplåning i realobligationer per år och ackumulerat 2003–2007 (miljarder kronor)



Källa: Riksgäldskontoret

När det gäller kostnadsbesparingar visar preliminära beräkningar att upplåningen i reala obligationer sedan 1996 bidragit till 20 miljarder kronor i reducerade kostnader. Detta jämfört med om motsvarande upplåning hade gjorts i nominella statsobligationer. Under utvärderingsperioden uppgår den kalkylmässiga besparingen till 12,7 miljarder kronor; se diagram 4.3. Kostnadsbesparingen är ett resultat av fallande inflation och lägre inflationsutfall än förväntat. Detta var dock en faktor som regeringen inte vägrade in vid beslutet att öka realandelen.

Nominell kronskuld

För den nominella kronskulden finns ingen fristående analys av målandelen eftersom den nominella kronskulden i styrningsammanslagning utgör en residual. Residualen/andelsvärdet för den nominella kronskulden är dock 60 procent eftersom målandelen för valutaskulden är 15 procent och 25 procent för den reala kronskulden. Under perioden 2003–2007 har andelen nominell kronskuld varit stabil kring 60 procent, från 59 procent vid periodens början till 61 procent vid periodens slut, se diagram 4.1 I SSK-termer var andelen nominell kronskuld 56 procent vid 2007 års slut.

Statsskuldens löptid

Under åren 2003–2007 har riktlinjerna, av kostnadsskäl, verkat för att förkorta löptiden i statsskulden. Under 2000-talet har regeringen agerat utifrån antagandet att avkastningskurvan på den svenska räntemarknaden i genomsnitt har en positiv lutning, dvs. räntorna i de kortare segmenten är lägre än i de längre löptiderna. Före 2007 omfattade löptidsmålet endast den nominella kronskulden och valutaskulden, dvs. inte den reala kronskulden. I riktlinjebeslutet för 2005 förkortades den genomsnittliga löptiden från 2,7 till 2,5 år (mätt i termer av duration) med kostnadsargument som stöd.

Inför riktlinjebeslutet för 2006 behölls löptiden i princip oförändrad, dock med skillnaden att löptidsmålet ändrades från duration till räntebindningstid. Inför detta beslut resonerade regeringen om huruvida den svenska avkastningskurvas avtagande lutning under 2005 kunde tänkas utgöra ett motiv för att förlänga den genomsnittliga löptiden i statsskulden. En avtagande lutning på avkastningskurvan innebär – allt annat lika – att det blir mindre kostsamt att minska risken genom att förlänga löptiden i den nominella delen av statsskulden. I ställningstagandet pekade dock regeringen på att lutningen på avkastningskurvan i dess helhet i ett historiskt perspektiv inte kunde betecknas som särskilt flack, i alla fall inte i löptider upp till tio år. Det var också osäkert hur länge kurvans flackhet kunde tänkas bestå. Flera faktorer, såsom väl förankrade inflationsförväntningar och förändrade demografiska sparandemönster, talade för att strukturella förändringar i efterfrågan på långa obligationer kunde vara på väg. Det ansågs dock för tidigt att avgöra om förändringarna var av varaktig karaktär eller inte. Utöver detta innebar de allt ljusare utsikterna för statsfinanserna att behovet av riskreducering i statsskuldspolitiken var mindre än tidigare. Statsfinanserna bedömdes fortsätta att utvecklas väl, med fallande lånebehov och statsskuld de närmaste åren. Sammantaget ansåg regeringen att skälen var otillräckliga eller alltför osäkra för att kunna motivera en förlängning

av löptiden i den nominella skulden. I riktlinjebesluten från 2007 och 2008 ingick i stort samma argument bakom regeringens löptidsbeslut.

Inför 2007 beslutade regeringen att löptidsmålet skulle breddas för att omfatta hela statsskulden, dvs. även den reala kronskulden⁴. Samtidigt förkortades löptiden från 5,0 till 4,7 år för hela skulden. I tabell 3.3 framgår löptidsriktvärdena enligt de definitioner som tillämpats för respektive år samt utfallet för den faktiska löptiden vid respektive års slut.

Tabell 4.3: Löptidsriktvärden och utfall

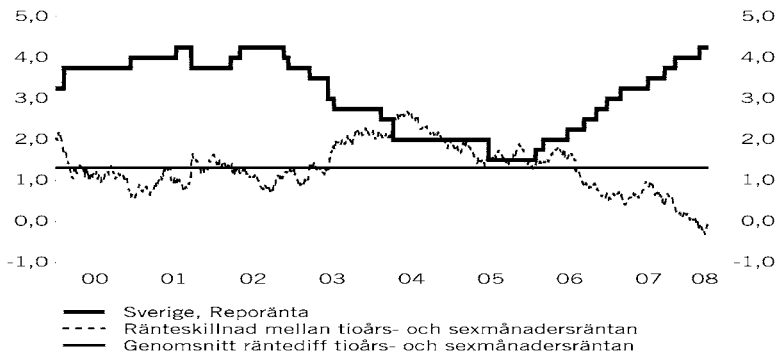
	2003	2004	2005	2006	2007
Löptidsriktvärde, år*	2,7±0,3	2,7±0,3	2,5±0,3	3,1	4,7
Utfall löptid, duration	2,7	2,7	2,5		
Utfall löptid, räntebindningstid				3,0	
Utfall löptid, räntebindningstid hela statsskulden				5,0	4,7

* Avser duration för 2003-2005, räntebindningstid (nominell kron- och valutaskuld) för 2006 samt räntebindningstid för hela statsskulden 2007.

En förändring i riktlinjerna från 2007 är att Riksgäldskontoret inte längre ges möjlighet att ta positioner på den svenska räntemarknaden. Syftet med denna förändring var att tydliggöra skiljelinjen mellan den grundläggande finansieringen av statsskulden och positionstagande.

Så länge avkastningskurvan har en positiv lutning kommer en neddragning av skuldens löptid att leda till lägre räntekostnader, dock på bekostnad av ökad risk. Under de senaste åren har statsfinanserna stärkts, vilket talat för ett ökat riskutrymme i statsskuld förvaltningen. Att exakt säga hur stora kostnadsbesparingar som uppnåtts till följd av löptidsförkortningen är svårt. En jämförelse kan dock tas i att den svenska sexmånadersräntan i genomsnitt varit 1,5 procent lägre än tioårsräntan sedan 2000; se diagram 4.4.

Diagram 4.4 Reporänta samt skillnaden mellan svensk tioårs- och sexmånadersränta (procent)



Källa: Ecwin

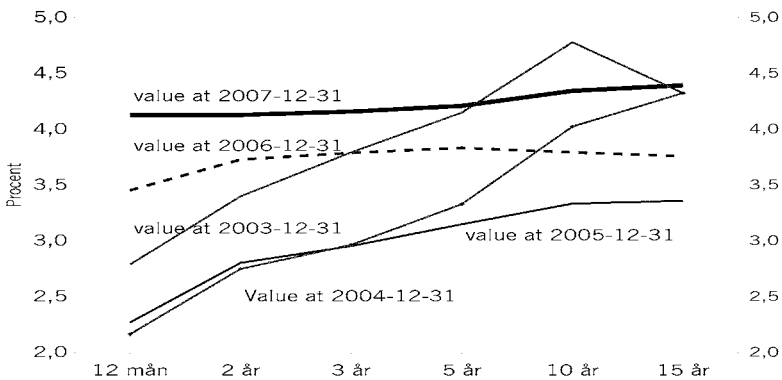
⁴ I praktiken innebar styrsystemet inga förändringar, eftersom regeringen även fortsättningsvis anger ett riktvärde för skuldens löptid och uppdrar åt Riksgäldskontoret att besluta hur löptiden ska fördelas mellan de tre skuldslagen samt ange operativa avvikelsetervall runt respektive skuldslags riktmärke.

Sedan 2000 har regeringen kvantitativt utvärderat löptidsbesluten genom att jämföra en portfölj efter löptidsförkortningen med en status quo-portfölj vid beslutstillfället. Regeringen har tidigare påpekat att man bör vara försiktig med att dra långtgående slutsatser kring denna typ av beräkningar, eftersom de baseras på stilerade portföljer med förenklade antaganden.

För perioden 2000–2004 har tidigare beräkningar pekat på att löptidsförkortning bidragit med besparingar motsvarande drygt 2 miljarder kronor för den nämnda perioden. Samtidigt påpekades dock att den långsiktiga årliga kostnadsbesparingen av löptidsförkortningen troligtvis är betydligt lägre. Alternativa beräkningar baserade på steady-state-portföljer, dvs. portföljer vars förfalloprofil inte ändras över tiden, pekar mot en kostnadsbesparing på i storleksordningen 0,2 miljarder kronor per år, vilket sannolikt bättre speglar den långsiktiga kostnadsbesparingen.

Den förkortade löptiden under 2005, från 2,7 till 2,5 år, har enligt Riksgäldkontorets tidigare beräkningar lett till en besparing på 0,3–0,4 miljarder kronor. Besparingen för 2007 är betydligt lägre då skillnaden mellan korta och långa räntor minskat kraftigt; se diagram 4.5.

Diagram 4.5 Svensk avkastningskurva vid respektive årsslut 2003-2007



Källa: Ecowin

En nyckelfråga för regeringen i avvägningen mellan förväntad kostnad och risk är hur lutningen på den svenska avkastningskurvan utvecklas i ett långsiktigt perspektiv. Den avtagande lutning som kurvan uppvisat de senaste åren innebär – allt annat lika – att det blivit mindre kostsamt att minska risken i statsskulden genom att förlänga löptiden i nominell kronskuld. Med de argument som anges ovan har regeringen inte funnit skäl att göra en sådan förlängning.

Regeringen noterar dock att den avtagande lutningen både blivit mer markerad och varaktig än vad som först antogs. Riksbanken fortsatte höja räntan under 2007 och obligationsräntorna har pressats ner, nu senast accentuerat av den finansiella turbulensen. Utbytesförhållandet mellan korta och långa räntor är därmed inte särskilt gynnsamt. Samtidigt är de statsfinansiella utsikterna fortsatt ljusa varför behovet av riskreducering är mindre.

Sammanfattning: Riksgäldskontorets strategiska beslut har under åren 2003–2007 fattats i enlighet med regeringens riktlinjer och det övergripande målet för statskuldspolitiken.

Inom ramen för regeringens riktlinjer har Riksgäldskontorets styrelse fattat strategiska beslut rörande förvaltning och upplåning. Besluten rör avvikelser från det av regeringen fastställda amorteringsriktmärket samt avvikelsetervall kring andelsriktvärdet för den reala kronaskulden. Vidare fattar Riksgäldskontoret strategiska beslut om hur skuldens sammanvägda löptid ska uppnås, vilka valutor som ska ingå i valutaskulden och deras inbördes fördelning. Riksgäldskontorets styrelse beslutar även om principer kring marknads- och skuldvard samt har möjlighet att fatta beslut om ränte- och valutapositioner i utländsk valuta.

5.1 Avvikelse från amorteringsriktvärdet

Regeringens bedömning: De beslut om avvikelser från amorteringsriktvärdet som fattats av Riksgäldskontorets styrelse under perioden 2003–2007 har varit välgrundade, både ur kostnads- och risksynpunkt. Besluten att skjuta på en del av amorteringarna av valutaskulden 2005 och 2006 beräknas hittills ha lett till kostnadsbesparingar i storleksordningen 0,4 miljarder kronor.

Bakgrund: I syfte att styra valutaskuldens utveckling anges i regeringens riktlinjebeslut ett riktvärde för hur mycket Riksgäldskontoret ska amortera på valutaskulden varje år. För att undvika alltför stora amorteringar i perioder då kronan är svag tilldelas Riksgäldskontoret ett mandat att avvika från amorteringsriktvärdet. Sedan år 2000 har det tilldelade avvikelsetervall varit ± 15 miljarder kronor per år. Beslut om utnyttjande av avvikelsetervall ska baseras på strategiska långsiktiga bedömningar om kronkursens utveckling eller kraftiga förändringar i lånebehovet. Om lånevillkoren på den svenska marknaden kraftigt skulle förändras, kan detta också utgöra en grund.

Under utvärderingsperioden har Riksgäldskontorets styrelse beslutat att utnyttja avvikelsetervall för 2005 och 2006. Åren 2001 och 2002 utnyttjades också avvikelsetervall. Avvikelsena 2001 och 2002 utvärderades slutligt i förra årets skrivelse till riksdagen. Kostnadsbesparingarna beräknades till 1,2 miljarder kronor.

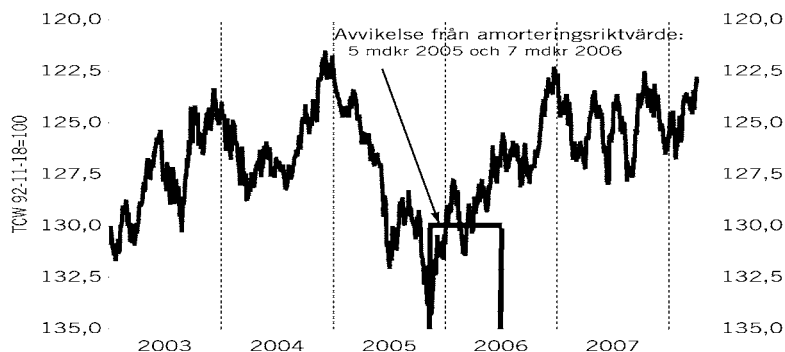
För 2005 och 2006 angav regeringen att valutaskulden skulle amorteras med 25 miljarder kronor per år. Riksgäldskontorets styrelse beslutade utnyttja avvikelsetervall och sänkte amorteringen med 5 miljarder kronor i december 2005. Samtidigt sänktes även amorteringen för 2006 med 15 miljarder kronor i årstakt, vilket motsvarade 1,25 miljarder kronor per månad. I juni 2006 beslutade Riksgäldskontoret att återgå till en amortering på 25 miljarder kronor i årstakt. För 2006 stannade avvikelsen vid 7 miljarder kronor. Den

sammanlagda avvikelser från amorteringsriktvärdet uppgick till 12 miljarder kronor från december 2005 t.o.m. juni 2006. Beslutet att sänka amorteringstakten fattades mot bakgrund av att kronan hade försvagats i förhållande till både den amerikanska dollarn och euron under hösten 2005. Riksgäldskontoret bedömde att kronförsvagningen var temporär. Beslutet som fattades i juni 2006, då amorteringsriktvärdet på motsvarande 25 miljarder kronor i årstakt återupptogs, fattades efter att kronan hade stärkts markant.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets beslut att avvika från amorteringsriktmärket baserades på strategiska, långsiktiga bedömningar av kursutvecklingen för den svenska kronan eller kraftiga förändringar i lånebehovet. Det är därför naturligt att utvärderingen görs i samma perspektiv. En slutlig beräkning av resultatet av de uppskjutna amorteringarna är i princip möjlig först när Riksgäldskontoret amorterat motsvarande belopp över riktvärdet för valutaamorteringen. En sådan utvärderingsmetod bedöms dock inte som meningsfull, eftersom det kan dröja lång tid innan amorteringar över riktvärdet blir aktuella. Regeringen har därför förordat att den slutliga bedömningen görs året innan ett avvikelsebeslut faller ur den rullande femåriga utvärderingsperioden.

Riksgäldskontorets beslut att sänka amorteringen med sammanlagt 12 miljarder åren 2005 och 2006, i förhållande till regeringens riktvärde, beräknas hittills ha minskat lånekostnaden med 0,4 miljarder kronor. Beräkningen baserar sig på genomsnittligt TCW-index under avvikelseperioden jämfört med motsvarande för 2007, (129,7 jämfört med 125,1)⁵. I diagram 5.1 visas TCW-index utveckling under utvärderingsperioden. Ett högre index (observera omvänd skala) indikerar en svagare krona och vice versa.

Diagram 5.1: Växelkursutvecklingen och beslutade amorteringsbanor för valutaskulden 2003–2007 (TCW-index och miljarder kronor)



Källa: Riksgäldskontoret och Riksbanken.

Även när det gäller grunderna för Riksgäldskontorets beslut att sänka amorteringstakten 2005 och 2006 framstår de som rimliga. Kronans

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

försvagning under 2005 bedömdes som överdriven i förhållanden till vad som långsiktigt motiverades av ekonomiska fundamenta. Förväntningarna var att svensk tillväxt fortsatt skulle vara relativt stark och att Riksbanken i linje med detta skulle föra en stramare penningpolitik än den europeiska centralbanken (ECB). Minskande styrräntedifferenser mellan euroområdet och Sverige skulle efterhand ge stöd till den svenska kronan. Även en stark statsfinansiell utveckling förväntades bidra till en starkare krona.

Ur riskhänseende kan man säga att staten, till följd av besluten att skjuta på valutaamorteringarna, tagit på sig en relativt större risk, eftersom återstående valutaskuld blev 12 miljarder kronor större än vad amorteringsriktvärdet angett. Vid eventuell framtida kronförsvagning medför en större valutaskuld högre räntekostnader. Trots den ökade risken med en större valutaskuld finns det goda skäl för staten att försöka undvika amortering av valutaskulden när kronan framstår som onormalt svag. Sammantaget anser regeringen att de amorteringsbeslut som fattades av Riksgäldskontoret 2005 och 2006 varit välgrundade, ur både kostnads- och risksynpunkt.

5.2 Avvikelseintervall kring andelsriktvärdet för real skuld i kronor

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets fastställda avvikelseintervall för den reala skulden i kronor anses motiverat ur kostnads- och risksynpunkt.

Bakgrund: Regeringen fastställer riktvärden för skuldens inbördes fördelning. För åren 2003 och 2004 var inriktningen att andelen real kronaskuld skulle öka och andelen valutaskuld minska. I riktlinjebeslutet för 2005 fastställdes att andelen för den reala kronaskulden långsiktigt skulle öka till 20–25 procent. I riktlinjebeslutet för 2006 preciserades riktvärdet för den reala kronaskulden till 20 procent. År 2007 infördes ett nytt andelsmått, SSK-måttet, vilket fick till följd att andelen realskuld, definierad med detta mått, ökade till 25 procent.

Fram till 2007 har andelen realskuld successivt anpassats för att nå den långsiktiga målandelen. Anpassningen har gjorts utifrån en avvägning av efterfrågan på realobligationer och kostnaden för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.

I riktlinjerna för 2007 beslutade regeringen att Riksgäldskontoret ska lägga fast ett avvikelseintervall kring andelen för realskulden. Riksgäldskontorets styrelse fastställde avvikelseintervallet till ± 2 procent. Avvikelseintervallet syftar till att minska transaktionskostnaderna eftersom det är svårt och kostsamt att hålla skuldandelarna exakt på riktmärket.

Skälen för regeringens bedömning: Fram till 2007 hanterades beslut om den reala skuldens utveckling på operativ nivå. För 2007 fastställde

Riksgäldskontorets styrelse avvikelseintervallet till ± 2 procent. Regeringen anser att intervallets storlek har varit väl avvägd för 2007 utifrån behovet av flexibilitet kontra transparens och förutsägbarhet. Ett allt för snävt intervall hade kunnat påkalla återköp av realobligationer alternativt en kraftigare reducering av emissionsvolymerna. Ingetdera hade varit önskvärt då återköp sannolikt skulle varit kostsamt och allt för frekventa förändringar i emissionsvolymerna skulle försämrat förutsägbarheten och transparensen på realobligationsmarknaden. Om Riksgäldskontorets styrelse å andra sidan fastställt ett allt för brett avvikelseintervall, hade styrningen mot det 25-procentiga riktvärdet blivit svagare. Detta hade också kunnat försämra transparensen och förutsägbarheten på realobligationsmarknaden. Avvägningen i styrningen av realandelen är dock komplicerande i ett skede där statsskuldens storlek ändras snabbt.

Vid årets slut var andelen realskuld 26,4 procent av statsskulden, dvs. något över riktvärdet men inom avvikelseintervallet. Att andelen realskuld blev högre än målandelen förklaras av att statsskulden minskade kraftigt under 2007 och att Riksgäldskontoret på kort och medellång sikt har begränsade möjligheter att påverka realobligationsstocken utan kostsamma återköp.

5.3 Löptidsriktvärden och avvikelseintervall för de enskilda skuldslagen

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets beslut att hålla löptiden i den nominella kronskulden oförändrad under 2007 bedöms som rimligt, liksom att förkorta löptiden i valutaskulden.

Bakgrund: Styrsystemet kring statsskuldens löptid ändrades både 2006 och 2007. Inför 2006 beslutade regeringen att byta löptidsdefinition från duration till genomsnittlig räntebindningstid (GRT). Inför 2007 utvecklades löptidsmättet ytterligare, den här gången för att avse hela statsskulden, dvs. även den reala kronskulden (se även avsnitt 4.2).

År 2003 och 2004 var löptidsriktvärdet för den nominella skulden 2,7 år (mätt som duration). År 2005 sänktes durationen med 0,2 år till 2,5 år. Löptiden behölls oförändrad mellan 2005 och 2006 då räntebindningstiden, 3,1 år för 2006, i princip motsvarade föregående års duration. Samtidigt som löptidsmättet breddades 2007 förkortades även löptiden i statsskulden, från 5,0 till 4,7 år (se avsnitt 4.3).

Tabell 5.1: Genomsnittlig räntebindningstid (GRT) per skuldslag

År	SEK nom	SEK real	Valuta	Totalt
2003	3,4	13,4	2,6	5,3
2004	3,7	12,8	2,2	5,4
2005	3,3	12,0	2,1	5,0
2006	3,4	10,8	2,1	4,9
2007	3,5	10,7	0,125	4,7

Källa: Riksgäldskontoret

Riksgäldskontorets styrelse har beslutat att tillämpa olika löptider i olika skuldslag. För 2006 då löptidsriktmärket var 3,1 år, fördelades 3,5 år till den nominella kronskulden och 2,1 år till valutaskulden. För 2007 när regeringen sänkte löptidsriktvärdet, valde Riksgäldskontoret att fördela 3,5 år till den nominella kronskulden, 0,125 år till valutaskulden och 10,7 år till den reala kronskulden. Fördelningen innebar att löptiden i den nominella hölls oförändrad. Huvudmotivet var att upprätthålla en mer likvid inhemsk obligationsmarknad vilket i förlängningen bidrar till lägre lånekostnader. Löptiden i reala kronupplåningen minskades i takt med att gamla lån kommer närmare förfall. Det avspeglar att nyemissionerna är små i förhållande till den utestående stocken och att Riksgäldskontoret har små möjligheter att till rimliga kostnader styra realskuldens egenskaper. Samtidigt kortades löptiden i valutaskulden markant. Riksgäldskontoret bedömde att de förväntade kostnaderna kunde sänkas genom att göra valutaskulden så kort som möjligt utan att detta nämnvärt ökar riskerna. Det beror bland annat på att valutaskulden är fördelad på fem valutor och således väl diversifierad.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringens bedömning avser hur löptiden för den totala skulden har fördelats på de olika skuldslagen och vilka avvikelsetervall som beslutas för respektive löptid. Riksgäldskontorets beslut att hålla löptiden för nominell kronskuld oförändrad jämfört med 2006 bedöms som rimlig mot bakgrund av den oro för utbudsbrist på nominella statobligationer som förelåg 2005 och 2006 och de förväntningar om fortsatt låga lånebehov som fanns. Den löptidsförkortning som regeringen beslutade inför 2007 hanterades genom en kraftigt reducerad löptid i valutaskulden och genom att låta löptiden i realskulden falla i takt med att utestående lån närmar sig förfall. Även detta bedöms som rimligt. Regeringen gör därmed samma bedömning som tidigare, dvs. att det finns skäl att ha skilda löptider i den nominella delen av statsskulden i syfte att möjliggöra en större andel obligationer i långa löptider, främja likviditeten på den svenska obligationsmarknaden och därigenom bidra till lägre upplåningskostnader för staten.

De avvikelsetervall runt löptiden för respektive skuldslag som Riksgäldskontoret lagt fast bedöms också som rimliga.

5.4 Valutafördelning i valutariktmärket

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

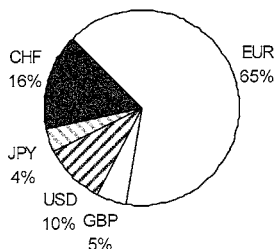
Bakgrund: Skulden i utländsk valuta är fördelad på flera valutor. Syftet med att fördela valutaskulden på flera valutor är att minska fluktuationerna i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor, samt att sprida ränteriskerna i valutaskulden.

Regeringen har delegerat till Riksgäldskontorets styrelse att bestämma hur fördelningen i valutaskulden ska se ut. Riksgäldskontoret har valt att se över fördelningen i riktmärket för valutaskulden vart tredje år. Den senaste översynen gjordes 2005 och avsåg valutariktmärken för perioden

2006–2008 (diagram 5.2). I det nya riktmärket beslutades att fortsatt ha en större andel schweizerfranc, på eurons bekostnad, än vad en riskminimeringsstrategi indikerade⁶.

Diagram 5.2: Valutaskuldens fördelning 2006-2008

Riktmärkesportfölj 2006-2008



Källa: Riksgäldskontoret

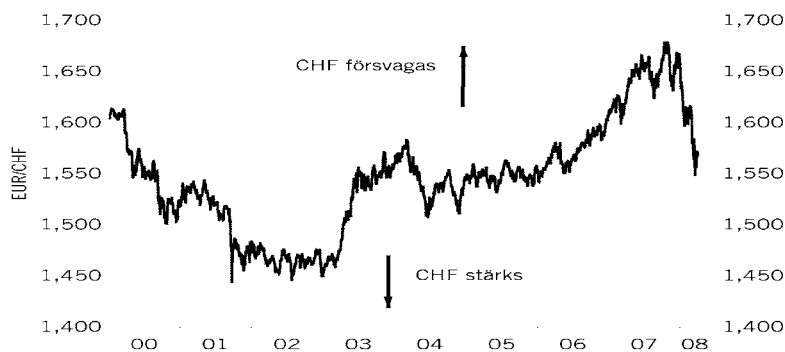
Beslutet baserades på bedömningen att skuld i schweizerfranc till följd av den systematiskt låga räntenivån i Schweiz långsiktigt skulle ge en lägre kostnad än motsvarande skuld i euro, samtidigt som risken i statsskulden endast skulle öka marginellt. Analysen visade att det såväl under kortare perioder som under den senaste tjugoårsperioden har varit billigare att låna i schweizerfranc än i övriga europeiska valutor. Riksgäldskontoret bedömde att ränteskillnaden ska bestå och att ränteskillnaden inte fullt ut kommer motverkas av en förstärkning av schweizerfrancen.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har, som tidigare, sökt komponera valutaskulden så att risken i den totala skulden hålls nere. Under senare år har dock inslagen av kostnadshänsyn ökat genom att andelen schweizerfranc i riktmärket ökat. En bidragande orsak till att andelen höjdes i den senaste översynen var att tidigare förändringar av riktmärket i syfte att minska kostnaderna fallit väl ut. Den utökning av andelen schweizerfranc som genomfördes 2003 medförde exempelvis en besparing på 1,9 miljarder kronor under åren 2003–2005. Utvärderingen avseende detta lämnades till riksdagen våren 2006.

Då riktmärkesportföljen väljs för en treårsperiod får en slutlig utvärdering av den gällande riktmärkesportföljen vänta tills våren 2009 (skrivelsen till riksdagen lämnas dock våren 2010). Så här långt, dvs. för 2006 och 2007, har dock avstegen från jämförelseportföljen bidragit till att kostnaden minskat med 1,6 miljarder kronor. Sett över utvärderingsperioden 2003–2007 kan därmed besparingen beräknas till 3,5 miljarder kronor.

⁶ Jämförelseportföljen för riktmärket 2006-2008 består av 72 % EUR, 10 % USD, 5 % GBP, 4 % JPY och 9 % CHF.

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



Källa: Ecwin

I diagram 5.3 framgår att schweizerfrancen försvagats under merparten av utvärderingsperioden. Regeringen konstaterar att omviktningen till schweizerfranc hittills har varit lyckosam. Strategin har dock sina risker. I tider av finansiell turbulens utgör schweizerfrancen ett "safe haven" vilket innebär att kursen för en "kvalitetsvaluta" som schweizerfrancen snabbt kan appreciera. Detta illustreras väl av nuvarande finansoro som sedan hösten 2007 inneburit en förstärkning av schweizerfrancen mot euron med över 5 procent. Vinster på låga låneräntor kan därmed snabbt raderas av valutaförluster.

5.5 Delegering av riskmandat

Regeringens bedömning: Av mandatet på 600 miljoner kronor (mätt i termer av daglig Value-at-Risk) har Riksgäldskontoret beslutat att allokera 220 miljoner kronor till den löpande aktiva förvaltningen. Regeringen finner ingen anledning att kritisera delegeringsbeslutet.

Bakgrund: Riksgäldskontoret har möjlighet att bedriva aktiv förvaltning i utländsk valuta. Regeringen har satt gränsen för Riksgäldskontorets positionstagande till 600 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk (VaR) vid 95 procents sannolikhet. Mandatet omfattar såväl styrelsens strategiska positioner (avsnitt 5.6) som den operativa förvaltningens positioner (avsnitt 6.5), utom de som rör kronans växelkurs gentemot andra valutor (avsnitt 5.1).

Av riskmandatet har Riksgäldskontorets styrelse delegerat 220 miljoner kronor (daglig VaR vid 95 procents risknivå) till Riksgäldskontorets aktiva förvaltning i utländsk valuta på operativ nivå, minus det riskbelopp som allokerats till de externa förvaltarna. Under 2007 arbetade därmed den aktiva förvaltningen med samma mandat som tidigare år. Positionerna ska tas med hjälp av derivatinstrument och placeras i en egen portfölj så att löpande resultatuppföljning möjliggörs.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen utvärderar styrelsens beslut om delegering av riskmandat till den operativa nivån.

Regeringen konstaterar att delegerat riskmandat som tidigare varit 220 miljoner kronor i termer av VaR (se ovan) och att mandatet i övrigt är oförändrat vad gäller limiter för kontorets ränte- och valutapositioner på de internationella ränte- och valutamarknaderna.

Regeringen har inget att anföra mot styrelsens delegering och övriga styrning av den aktiva förvaltningen i utländsk valuta av riskmandat.

5.6 Strategiska positioner

Regeringens bedömning: Regeringen har inget att anmärka mot att Riksgäldskontoret inte har tagit några nya strategiska positioner under perioden 2003–2007.

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 ränte- och valutamarknaderna. Styrelsen anger interna riktlinjer för den reguljära aktiva förvaltningen. I de fall en position bedöms vara för stor för att hanteras i den aktiva förvaltningen och av mer varaktig karaktär kan beslutet i stället fattas av styrelsen. Sådana positioner benämns strategiska valutapositioner och utvärderas på samma sätt som kontorets operativa valutaförvaltning, dvs. genom löpande resultatuppföljning i marknadsvärdestermerna. Resultatet anger i vilken mån positionerna visar vinst eller förlust. Under 2007 behöll styrelsen beslutanderätten över huvuddelen, 380 miljoner kronor i termer av VaR, av det i riktlinjerna tilldelade riskmandatet. Styrelsen fann dock inte skäl för att ta några nya strategiska positioner.

Skälen för regeringens bedömning: Under 2000-talet har Riksgäldskontoret vid ett tillfälle valt att utnyttja obalanser på de internationella ränte- och valutamarknaderna för att ta en strategisk position. I december 2000 ökades andelen skuld i amerikanska dollar på bekostnad av andelen euro ett belopp om motsvarande 24 miljarder kronor (6 procent av valutaskulden vid den tiden). Positionen avvecklades successivt och stängdes slutligen 2003 (med en beräknad vinst på 4,5 miljarder kronor).

Regeringen har vid upprepade tillfällen pekat på den strategiska dollarpositionen som ett gott exempel på när Riksgäldskontoret, baserat på en solid analys, anpassat sin upplåning till rådande marknadsläge och dessutom med ett mycket positivt resultat.

Regeringen har också konstaterat att marknadslägen liknande det då den strategiska dollarpositionen togs endast kan väntas uppstå vid enstaka tillfällen. Att Riksgäldskontoret under perioden 2003–2007 inte tagit några nya strategiska valutapositioner ger därför ingen anledning till kritik. Förhållandena på finansmarknaderna under 2007 kan därtill betecknas som så pass svårbedömda att positionstagande, på såväl strategisk som operativ nivå, framstår som mer riskfyllt än vad som normalt är fallet.

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

Bakgrund: Inför 2006 beslutade regeringen att införa ett särskilt beslut i riktlinjerna kring marknads- och skuldvard. Målet var dock inte nytt i sig utan fanns tidigare i regleringsbrevet till Riksgäldskontoret.

Regeringen anser att det är viktigt att den svenska räntemarknaden fungerar väl inte minst eftersom detta har stor betydelse för kostnaderna och riskerna i statsskuld förvaltningen. Riksgäldskontoret har därför i uppgift att genom marknads- och skuldvard förbättra marknadens funktion i syfte att bidra till långsiktigt låga kostnader för statsskulden med beaktande av risk. Uppgiften får dock inte medföra att målet om kostnadsminimering åsidosätts.

Riksgäldskontoret är den dominerande aktören på den svenska penning- och obligationsmarknaden. Detta innebär att Riksgäldskontoret genom sitt agerande kan påverka likviditeten i avkastningskurvan på den svenska räntemarknaden. På strategisk nivå handlar marknads- och skuldvard främst om att etablera principer för hur den operativa upplåningen och skuldförvaltningen ska bedrivas. En huvudprincip är att koncentrera obligationsupplåningen till ett begränsat antal löptider (benchmarkobligationer) och en annan att upprätthålla och utveckla effektiva försäljningskanaler. Andra viktiga principer är en öppen, förutsägbar och långsiktig kommunikation med marknadsaktörerna.

Skälen för regeringens bedömning: En väl fungerande statspappersmarknad är en viktig förutsättning för att nå det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Hög likviditet är av stor betydelse för att olika investerare ska känna tilltro till marknaden. En hög likviditet innebär även en lägre likviditetspremie, vilket betyder lägre upplåningskostnader för staten.

Som den största låntagaren på den svenska räntemarknaden är det viktigt att Riksgäldskontoret agerar långsiktigt och förutsägbart. Riksgäldskontoret publicerar därför prognoser över statens lånebehov och finansiering i rapporten *Statsupplåning – prognos och analys* tre gånger per år. En viktig del i den externa kommunikationen är även hemsidan för institutionell upplåning. Syftet med kommunikationen är att underlätta för marknaden att bilda sig en uppfattning om statsskuldspolitiken och om utbudet av de olika låneinstrumenten.

Sammantaget anser regeringen att de mål som Riksgäldskontoret satt upp för marknads- och skuldvarlden ger goda förutsättningar för god marknadsvard och därmed lägre lånekostnader för statsskulden. Riksgäldskontorets upplåningsstrategi är väl känd på marknaden och lånen koncentreras till ett begränsat antal benchmarklån. Detta ökar förutsättningarna för hög likviditet och låg refinansieringsrisk. De utvärderingar om investerarnas uppfattning om Riksgäldskontoret och dess upplåning som Prospera genomfört sedan 2004 ger stöd åt regeringens uppfattning (se avsnitt 6.6). Regeringen ser också positivt på att Riksgäldskontoret sedan 2006 fastställer och offentliggör principerna för marknads- och skuldvarlden i den årliga finans- och riskpolicyn.

Sammanfattning: Riksgäldskontorets operativa beslut har under åren 2003–2007 fattats i enlighet med regeringens riktlinjer och det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

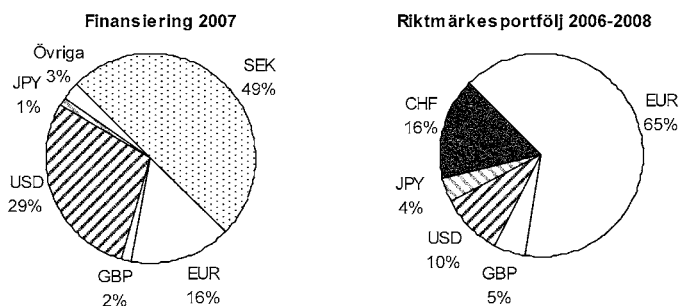
Inom ramen för regeringens riktlinjer fattar Riksgäldskontoret operativa beslut. De operativa besluten rör upplåning och aktiv förvaltning i utländsk valuta samt real och nominell upplåning i svenska kronor. De operativa besluten berör också marknads- och skuldvard samt privatmarknadsupplåningen.

6.1 Upplåning i utländsk valuta

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta genom de val av upplåningsformer som kontoret har gjort.

Bakgrund: Under perioden 2003–2007 förföll valutaskuld till ett värde av 258 miljarder kronor. För att finansiera de förfallande valutalånen lånades ny valutaskuld upp till ett värde av 126 miljarder kronor, medan 132 miljarder kronor amorterades. Amorteringens storlek styrs av regeringens beslutade amorteringsriktvärden tillsammans med de beslut kring avvikelser från amorteringsriktvärdet som Riksgäldskontorets styrelse beslutar. Valutaskuldens sammansättning beslutas av Riksgäldskontorets styrelse. Den beslutade valutafördelningen för perioden 2006–2008 framgår av diagram 6.1. I samma diagram framgår hur valutaskulden finansierats under 2007. Finansieringen skiljer sig från riktmärket eftersom Riksgäldskontoret har möjlighet att låna billigare i andra valutor, främst svenska kronor och amerikanska dollar. För att valutaskulden ska få den exponering som fastställts i riktmärkesportföljen används derivat.

Diagram 6.1: Finansiering av valutaskulden och riktmärkesportföljen



Källa: Riksgäldskontoret.

Valutaupplåningen görs genom emissions av obligationer i utländsk valuta och att genom att göra valutaswappar⁷. Hur Riksgäldskontoret väljer att fördela upplåningen i utländsk valuta mellan att emittera obligationer i utländsk valuta och upplåning via valutaswappar bestäms primärt av upplåningskostnaderna (tabell 6.2). Andra faktorer som vägs in är bland annat i vilken utsträckning ränteswappar i stället kan användas i kronupplåningen (se faktaruta 6.1). Riksgäldskontorets totala utrymme för ränteswappar begränsas i praktiken av att kontoret är en stor aktör på kronmarknaden och av rådande marknadsförhållanden. Ju mer ränteswappar som används i valutaupplåningen, desto mindre utrymme blir kvar att använda i kronupplåningen.

Tabell 6.1: Volymer för instrument vid upplåning i utländsk valuta (miljarder kronor och i procent)

	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Förfall och valutakursförluster</i>					
Obligationer i utländsk valuta	29,5	21,6	43,4	30,3	19,9
Valutaswappar	11,2	10,9	18,3	21,5	38,4
Realiserade valutakursvinster	5,2	4,8	-8,0	-6,0	3,2
Övrigt*	-0,2	0,8	0,3	0,6	0,7
Summa förfall och valutakursförluster	-45,8	-38,1	-54,0	-57,6	-62,3
<i>Långfristig valutaupplåning</i>					
Obligationer i utländsk valuta	10,6	10,4	25,3	20,4	5,4
Valutaswappar	10,6	2,2	4,5	23,2	10,9
Summa långfristig valutaupplåning	21,3	12,5	29,9	43,7	16,2
Kort nettoupplåning inkl. terminer	-0,9	0,0	3,9	-4,6	3,9
Amortering på valutaskulden	25,4	25,2	20,3	18,5	42,2

Källa: Riksgäldskontoret.

* Posten avser till och med 2002 främst CSA-flöden. Från och med 2003 avser posten exponeringsförändringar från valutaväxlingar som inte fångas av de poster som redovisas i tabellen.

Valutaupplåning via swappar

Under senare år har andelen valutaupplåning via valutaswappar ökat betydligt. Genom att göra valutaswappar kan Riksgäldskontoret låna i svenska obligationer, vilket är positivt för likviditeten på den svenska marknaden, och ändå uppnå önskad exponering i utländsk valuta.

Under 2007 lånades dubbelt så mycket valutaskuld via valutaswappar i förhållande till obligationsupplåningen i utländsk valuta (10,9 jämfört med 5,4 miljarder kronor). Förra året var andelarna ungefär lika stora, men tidigare har andelen valutaupplåning i obligationer varit större än den via valutaswappupplåningen (tabell 6.1). Över hela perioden 2003–2007 uppgick upplåningen i obligationer i utländsk valuta till 72 miljarder kronor, medan valutaswappupplåningen uppgick till 51 miljarder kronor

⁷ Valutaswappar är här synonymt med kron-/swappupplåning. Valutaswappar mellan andra valutor där svenska kronor inte är inblandade avses inte här då de inte påverkar finansieringen utan endast fördelar exponeringen i olika valutor.

Faktaruta 6.1: Valutaswappupplåning

Det första steget i en valutaswapp (via kron-/swappupplåning som det också kallas) är att Riksgäldskontoret lånar på den svenska obligationsmarknaden. Därefter görs en swapp i vilken Riksgäldskontoret mottar en fast swappränta, som är högre än obligationsräntan, och betalar en rörlig ränta i utländsk valuta. Exponeringen i den långa obligationsräntan elimineras därmed. Denna transaktion utgör en kombinerad ränte- och valutaswapp (basswapp). Inom ramen för swappen växlar Riksgäldskontoret kronbeloppet från obligationsupplåningen till utländsk valuta med sin motpart. Slutresultatet blir att Riksgäldskontoret ger ut ett obligationslån i kronor men får beloppet och betalar rörlig ränta i utländsk valuta.

När swappen förfaller växlar Riksgäldskontoret tillbaka det lånade beloppet till kronor med sin swappmotpart. Enligt avtalet ska växlingen göras till samma kurs som vid den ursprungliga valutaväxlingen. Med kronbeloppet kan Riksgäldskontoret betala obligationsförfallet. För att kunna växla tillbaka beloppet till kronor måste Riksgäldskontoret köpa den utländska valutan. Detta skapar en valutaexponering eftersom den framtida växelkursen då swappen görs är okänd. Valutaswappupplåningen ger således samma valutaexponering som när Riksgäldskontoret emitterar en obligation direkt i utländsk valuta.

Direktupplåning i valuta

Direkt valutaupplåning med längre löptid gjordes vid fyra tillfällen under 2007. Upplåningen gjordes i april och maj genom att utöka ett befintligt eurodollarlån (2011-02-07, 4,5 procent) med totalt 500 miljoner dollar. Resterande del lånades upp i maj och oktober genom att utöka ett annat eurodollarlån (2010-06-15, 3,875 procent) med totalt 100 miljoner dollar. Obligationerna såldes (i primärmarknaden) främst till centralbanker i Asien och till mindre investerare i Schweiz. Den kortare upplåningen i utländsk valuta gjordes på marknaden för Commercial Paper. Under 2007 lånades totalt 15,8 miljarder kronor upp på denna marknad. Lånens löptid var 2 månader och räntan var 55 räntepunkter under den standardiserade bankräntan för dollar (USD Libor). Förklaringen Den låga upplåningskostnaden är en effekt av kreditoron, vilken innebar ökad efterfrågan på lån emitterade av låntagare med hög kreditvärdighet.

Upplåningskostnader

Under 2007 lånade Riksgäldskontoret till betydligt bättre villkor på den internationella kapitalmarknaden än tidigare år. De viktigaste orsakerna till detta är att kreditoron innebar mycket bra villkor för emittenter med hög kreditvärdighet i kombination med att Riksgäldskontoret inte behövde ta upp några nya lån. Det sistnämnda är i regel mer kostsamt än att utöka tidigare utgivna lån. Det stora överskottet i statsbudgeten under 2007 gjorde det möjligt att avstå från att ge ut nya lån.

Tabell 6.2: Skillnad i upplåningskostnad i förhållande till USD Libor 2003–2007 (räntepunkter) Skr. 2007/08:104

	2003	2004	2005	2006	2007
Obligationer i utländsk valuta	-26,9	-29,6	-27,9	-22,2	-29,9
Valutaswappar	-28,2	-18,0	-21,0	-32,6	-54,0
Genomsnittlig kostnad¹	-27,5	-27,6	-26,8	-27,8	-46,1

Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Genomsnittlig kostnad exklusive statsskuldväxlar i utländsk valuta.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen bedömer att Riksgäldskontoret har bedrivit en kostnadseffektiv valutaupplåning genom att välja de upplåningsformer som kontoret har gjort. Under 2007 var swappupplåningen betydligt mer fördelaktig i förhållande till direkt upplåning. Riksgäldskontoret har utnyttjat detta genom att ökat andelen valutaswappupplåning från 53 till 67 procent jämfört med föregående år. Under utvärderingsperioden har obligationsupplåning i utländsk valuta varit mellan 22 och 30 räntepunkter under USD Libor. Valutaswappupplåningen gjordes till mellan 18 och 33 räntepunkter under USD Libor för åren 2003–2006. För 2007 var motsvarande siffra 54 räntepunkter under USD Libor.

6.2 Real upplåning i svenska kronor

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets reala upplåning i svenska kronor har varit förenlig med regeringens riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet.

Andelen realskuld var vid 2007 års slut 26,4 procent, vilket var inom det fastställda intervallet kring målandelen.

Riksgäldskontoret har uppnått det kvantitativa målet för realupplåning i svenska kronor, då den reala upplåningen varit billigare än motsvarande nominell upplåning i svenska kronor under perioden 2003–2007.

Bakgrund: Realobligationsupplåningen introducerades 1994 i syfte att bidra till ytterligare diversifiering av statsskuldportföljen. Inledningsvis var emissionerna små men växte sedan kraftigt. År 1996 emitterades nästan 60 miljarder kronor i realobligationer. De följande åren infann sig en viss mättnad, vilket tillsammans med förhållandevis låga och stabila inflationsförväntningar bidrog till en reducerad efterfrågan på realobligationer. Realobligationer framstod således som en relativt dyr låneform och emissionsvolymerna minskades betydligt. Under 2002 förbättrades emissionsvillkoren och den sålda volymen realobligationer steg. Samma år ökade stocken realobligationer med 32 miljarder kronor ytterligare i samband med att Kärnavfallsfondens och Premiepensionsmyndighetens kontofordringar hos Riksgäldskontoret gjordes om till realobligationer. Sedan 2003 har den sålda volymen realobligationer minskat varje år, men eftersom det varit en mindre andel lån som förfallit eller återköpts har stocken reallån ökat fram till 2006. Vid 2007 års slut

var stocken realobligation densamma som vid 2006 års slut, dvs. Skr.2007/08:104
217 miljarder kronor.

Fram till 2005 angavs i regeringens riktlinjer att andelen realskuld långsiktigt skulle öka. I riktlinjebeslutet 2005 fastställdes att målandelen skulle vara 20–25 procent och i riktlinjebeslutet för 2006 preciserade regeringen andelen till 20 procent. År 2007 infördes ett nytt andelsmått som även tog hänsyn till kontrakterade kupongbetalningar och inflationskompensation. Den nya definitionen gjorde att andelen realskuld ökade med 7 procentenheter till 23,4 procent (års-skiftet 2006/2007). Det nya andelsmålet för realskulden justerades till 25 procent i samband med detta. Eftersom det är svårt att exakt styra andelen realskuld, delegerade regeringen till Riksgäldskontoret att fastställa ett avvikelseintervall kring målandelen (avsnitt 5.2). Intervallet sätts utifrån det aktuella behovet av flexibilitet i förhållande till transparens och förutsägbarhet. För 2007 fastställdes intervallet till ± 2 procent. Vid 2007 års slut uppgick andelen realskuld till 26,4 procent, dvs. något över riktmärket men inom intervallet. I syfte att anpassa andelen realskuld till målandelen minskade Riksgäldskontoret sin försäljning av realobligationer från 7 till 5 miljarder kronor jämfört med 2006. Sänkningen påkallades av att statsskulden minskade kraftigt under året.

Tabell 6.3: Auktioner av realobligationer 2003–2007

	2003	2004	2005	2006	2007
Reala lån i svenska kronor (mdkr)	173	190	208	217	217
Emissionvolym ¹	18,2	17,7	13,0	3,8	-6,8
Såld volym ²	18,2	17,7	12,1	6,7	5,0
Teckningskvot ³	3,8	2,3	3,8	4,0	5,2
Snittränta ⁴	2,83	2,38	1,61	1,62	1,87
Break even-Inflation, (BEI) ⁵	2,09	2,23	1,84	1,89	2,21

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.

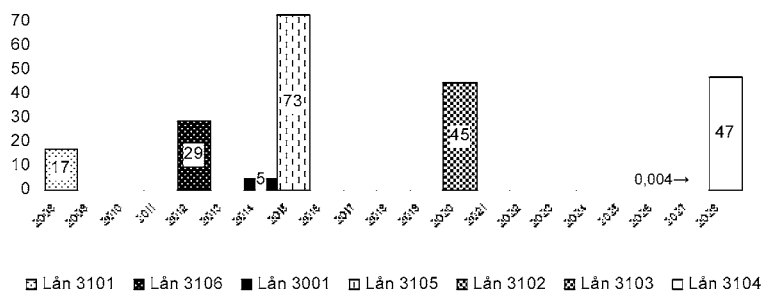
³Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

⁴Viktad genomsnittsränta över året vid emissionerna.

⁵Genomsnittlig break even-inflation.

Riksgäldskontoret fortsatte under 2007 att byta in reallån 3101 och 3001 (med förfall 2008-12-01 respektive 2014-04-01). Intresset från marknaden att delta i bytena var svagt och flera auktioner blev inte fulltecknade. I diagram 6.2 illustreras de utestående realobligationslånen vid 2007 års slut.

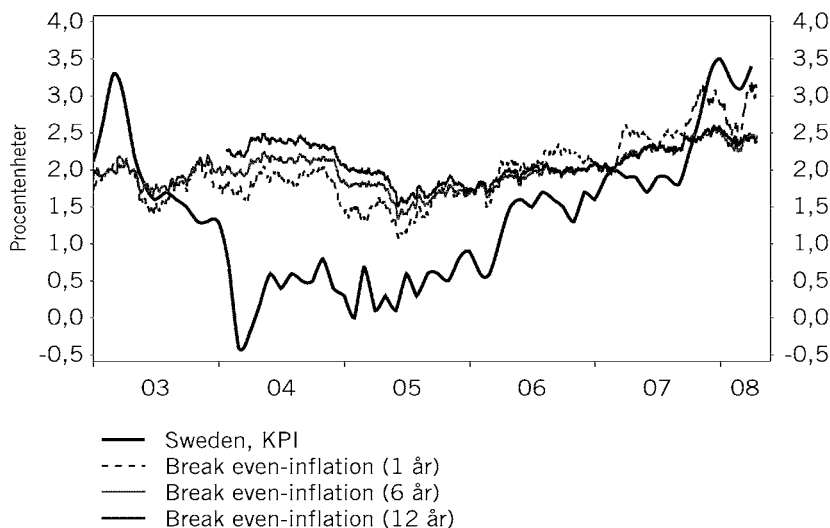
Diagram 6.2: Utestående realräntelån inklusive inflationskompensation (miljarder kronor och förfalloår i respektive lån) Skr. 2007/08:104



Källa: Riksgäldskontoret.

Under 2007 var den genomsnittliga realräntan i auktionerna 1,87 procent vilket kan jämföras med 1,62 procent för 2006. Break even-inflationen (BEI) steg gradvis under året och i genomsnitt emitterade Riksgäldskontoret till BEI på 2,2 procent. Den genomsnittliga inflationen, mätt som KPI, blev 1,8 procent. Om inflationen blir lägre än BEI kommer realupplåningen att ha varit mer fördelaktig än upplåning i nominella obligationer med motsvarande löptid. Huruvida realobligationsupplåningen kommer att vara lyckad ur ett kostnadsperspektiv kan avgöras först när obligationerna förfaller då den slutliga inflationen kan avläsas.

Diagram 6.3: Break even-inflation och inflationsutfall



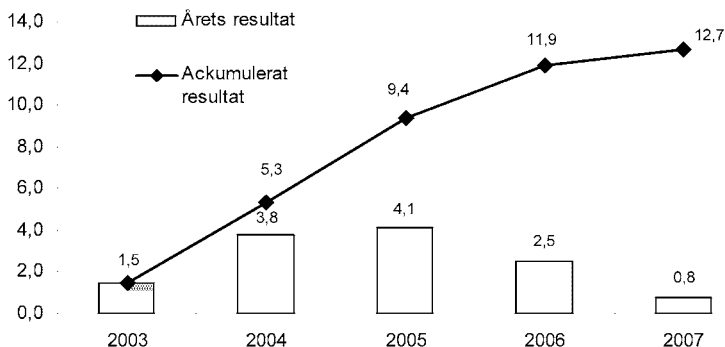
Källa: Riksgälden och Riksbanken

Resultat för upplåningen i realobligationer

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

Det kalkylmässiga resultatet för realupplåningen uppgick till 0,8 miljarder kronor under 2007 och till 12,7 miljarder kronor ackumulerat för utvärderingsperioden (diagram 6.4). Resultatet förklaras av att den faktiska inflationen varit lägre än den genomsnittliga BEI-nivå som realobligationerna emitterats till. Den genomsnittliga inflationen har varit 1,3 procent sedan starten 1994, dvs. betydligt lägre än den genomsnittliga BEI-nivån till vilken Riksgäldskontoret emitterat. Det ackumulerade orrealiserade resultatet sedan realobligationerna introducerades uppgår till runt 20 miljarder kronor. De två reallån som hittills har förfallit (2001 respektive 2004) har tillsammans genererat en kostnadsbesparing på 1,8 miljarder kronor.

Diagram 6.4: Kalkylmässigt resultat för upplåning i realobligationer per år och ackumulerat för 2003–2007 (miljarder kronor)



Källa: Riksgäldskontoret.

Faktaruta 6.2: Kalkylmässigt resultat för realobligationer

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

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

Skälen för regeringens bedömning: Realobligationer fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj, då de ger möjlighet till ytterligare diversifiering av statsskulden och därmed till en minskad samlad risk i skulden. Inför 2007 infördes ett nytt styrsystem och en ny beräkningsmetod för sammansättningen av statsskulden. Det nya andelsmålet inkluderar utestående kupongbetalningar och inflationskompensation, vilket medförde att målandelen för realskulden justerades från 20 till 25 procent. Den nya definitionen ökade andelen realskuld med 7 procentenheter till 23,4 procent (årsskiftet 2006/2007). Eftersom det är svårt att exakt styra andelen realskuld samt då återköp kan vara kostsamt, delegerade regeringen till Riksgäldskontoret att fastställa ett avvikelseintervall kring målandelen. Riksgäldskontorets styrelse fastställde intervallet till ± 2 procent.

Regeringen konstaterar att andelen realskuld successivt ökat under utvärderingsperioden, från 14 procent 2003 till 19 procent i förhållande till den okonsoliderade statsskulden. Detta är således i enlighet med regeringens riktlinjer. Regeringen konstaterar också att andelen realskuld vid 2007 års slut uppgick till 26,4 procent, dvs. något över riktmärket men inom intervallet.

I syfte att hålla andelen realskuld inom det fastställda intervallet minskade Riksgäldskontoret sin försäljning av realobligationer i auktionsverksamheten från 7 till 5 miljarder kronor jämfört med föregående år. Minskningen i emissionerna gjordes dels som en anpassning till riktmärket för realskulden på 25 procent, dels som ett led i fortsatt prioritering av likviditeten i den nominella kronstocken. En kraftigare anpassning av realskulden skulle sannolikt varit dyrt samtidigt som detta skulle kunna ha stridit mot de marknadsvårdande principerna kring transparens och förutsägbarhet.

De break even-nivåer som Riksgäldskontoret emitterade till under 2007 var höga (2,2 procent i genomsnitt), främst beroende på nedpressade realräntor. Detta speglar dels en hög efterfrågan på realobligationer på grund av tilltagande inflations- och finansoro, dels ett begränsat utbud av material. Teckningskvoterna var höga under 2007.

Givet att Riksbanken förväntas hålla inflationen på målet (2 procent) är detta ur kostnadssynpunkt en gynnsam miljö att öka emissionerna av realobligationer. Målstyrnings- och likviditetsaspekter vägde dock över och sammantaget anser regeringen att emissionsverksamheten hanterats tillfredsställande under 2007.

Det kalkylmässiga ackumulerade realiserade resultatet för den reala upplåningen uppgick till 12,7 miljarder kronor under utvärderingsperioden. Resultatet för 2007 var också positivt och uppgick till 0,8 miljarder kronor. Resultatet innebär att 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. Den samlade preliminära kostnadsbesparingen sedan starten av den svenska realobligationsmarknaden 1994 till slutet av 2007 beräknas till 19,9 miljarder kronor. En stor del av det ackumulerade realiserade resultatet beror på låga inflationstal under tidigare år.

6.3 Nominell upplåning i svenska kronor

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets nominella upplåning i svenska kronor har varit förenlig med regeringens riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet. Emissionerna av statspapper har, trots kraftigt minskande låne- och emissionsbehov, fungerat tillfredsställande.

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

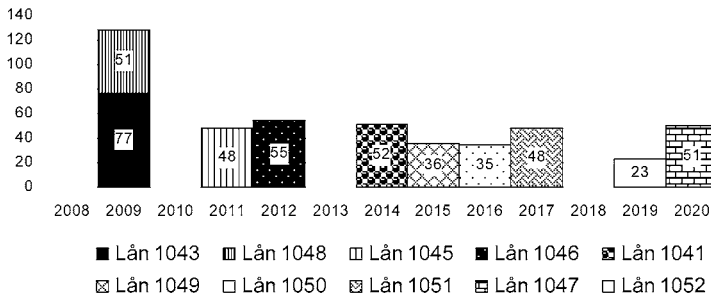
I styrningen av statsskuldens sammansättning utgör den nominella kronskulden en residual. Residuellt beräknat blir andelen nominell skuld i kronor 60 procent, då målandelen valutaskuld är 15 procent och målandelen real kronskuld är 25 procent.

Nominella statsobligationer

Finansieringen i nominella statsobligationer minskade till 41 miljarder kronor jämfört med 64 miljarder kronor 2006. Minskningen var en följd av det lägre lånebehovet. De nominella statsobligationerna emitteras i auktioner som äger rum varannan vecka. I början av året emitterades nominella statsobligationer till en volym av 2 miljarder kronor vid varje emissionstillfälle. I juni sänktes emissionsvolymen till 1,5 miljarder kronor. Riksgäldskontoret beslutade även att ställa in en auktion i augusti.

Riksgäldskontorets relativa styrka som låntagare ligger på längre löptider och obligationsupplåningen sker huvudsakligen i två-, fem-, och tioåriga löptider. Dessa benchmarklån ges ut i stora volymer så att en god likviditet kan upprätthållas. I november introducerades en ny tioårig statsobligation (lån 1052, förfall den 12 mars 2019). För att lånen ska bli

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



Källa: Riksgäldskontoret.

Efterfrågan vid statsobligationsemisionerna var något svagare under 2007 jämfört med föregående år. Teckningskvoten var i genomsnitt 3,28 jämfört med 3,87 föregående år. Den ränta som obligationerna i genomsnitt emitterats till uppgick till 4,07 procent. Det var högre än för 2006, vilket avspeglar en uppgång av det allmänna ränteläget.

Tabell 6.4: Medelvärde för teckningskvot och genomsnittlig emissionsränta för nominella obligationer och för statsskuldväxlar 2003–2007

	2003	2004	2005	2006	2007
Nominella obligationer					
Teckningskvot ¹	3,16	3,17	3,69	3,87	3,28
Snittränta ²	4,25	4,1	3,04	3,60	4,07
Statsskuldväxlar					
Teckningskvot ¹	2,29	2,18	2,51	2,04	2,50
Snittränta ²	3,04	2,24	1,80	2,52	3,60

Källa: Riksgäldskontoret.

¹Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.

²Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår ej.

Statsskuldväxlar

Upplåningen i statsskuldväxlar minskade med 32 miljarder kronor jämfört med 2006. Den utestående stocken statsskuldväxlar var 283 miljarder kronor vid 2007 års slut, vilket kan jämföras med 349 miljarder kronor vid föregående årsskifte. Den minskade upplåningen i statsskuldväxlar och den lägre stocken förklaras av det lägre lånebehovet och att Riksgäldskontoret valde att prioritera statsobligationer. Den genomsnittliga emissionsräntan i växelauktionerna var 3,60 procent, vilket är betydligt högre än förra året. Förhållandet speglar i huvudsak Riksbankens höjningar av reporäntan, vilket direkt påverkar kostnaderna för växelupplåningen. Teckningskvoten steg och förhållandet mellan utbjuden emissionsvolym och inkommen budvolym var 2,50. Tre av årets 36 emissioner blev inte fulltecknade. Detta medförde dock inget

problem för finansieringen eftersom växelupplåningen på kort sikt kan ersättas av upplåning inom likviditetsförvaltningen. Från årsskiftet 2007/2008 lade Riksgäldskontoret om växelupplåningen. Fram till 2007 års slut emitterades sex olika växelloptider, från 2008 minskade antalet till fyra. Även detta är en följd av att statsskulden minskar.

Faktaruta 6.3: Riksgäldskontorets swappransaktioner

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

Att skapa kort ränteeponering via swapmarknaden 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 statsskuldväxlarrentan (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 normalt sänkas.

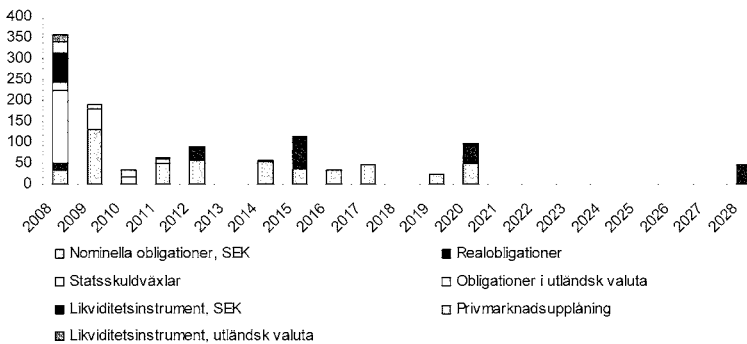
Ränteswappar

Sedan 2003 har Riksgäldskontoret använt sig av ränteswappar som ett komplement till statsskuldväxlar (se faktaruta 6.3). Under 2007 swappades 19 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort ränteeponering i kronor och 11 miljarder kronor till kort ränteeponering i utländsk valuta. Kostnadsbesparingen sedan 2003, då Riksgäldskontoret började använda ränteswappar i kronupplåningen, var vid 2007 års slut 65 miljoner kronor jämfört med om samma belopp lånats via statsskuldväxlar. Under 2007 resulterade dock ränteswapparna i en ökad kostnad med 53 miljoner kronor. Orsaken är att den ränta Riksgäldskontoret betalar enligt swappavtalet (stiborräntan) steg till följd av kreditron under andra halvåret. TED-spreaden var således högre än den genomsnittliga swappspreaden i utestående swappavtal (se faktaruta 6.3). Swappransaktionerna är inte enbart ett sätt för Riksgäldskontoret att spara pengar utan också en metod som bidrar till att upprätthålla en god likviditet i de längre räntesegmenten.

Statsskuldens förfalloprofil

I diagram 6.6 framgår förfalloprofilen för den samlade statsskulden vid 2007 års slut. Vid årsskiftet uppgick lånen med förfall under 2008 till drygt 350 miljarder kronor. Det motsvarade 30 procent av den totala statsskulden. Detta är dock en ögonblicksbild; den faktiska volymen förfallande skuld under 2008 kommer att vara betydligt större eftersom såväl likviditetsinstrument som statsskuldväxlar omsätts och emitteras löpande.

Diagram 6.6: Förfalloprofil för den samlade statsskulden vid slutet av 2007 (miljarder kronor) Skr. 2007/08:104



Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets emissioner av statsobligationer förefaller ha varit framgångsrika, vilket indikeras av övertecknade emissioner, stora budvolymerna och små ränteskillnader mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna. Även om teckningskvoten i auktionerna för statsobligationer minskat under 2007 så förefaller auktionerna ha fungerat på ett tillfredsställande sätt.

Det är svårt att kvantitativt mäta effekterna på lånekostnaderna av hur Riksgäldskontoret bedriver den nominella upplåningen. Det saknas meningsfulla måttstockar som grund för en jämförande utvärdering. Regeringen har därför låtit sig nöja med att utvärderingen främst sker i kvalitativa termer. Regeringens bedömning är att Riksgäldskontorets nominella upplåning i svenska kronor har fungerat väl. Upplåningen bedöms ha bidragit till en mer likvid och effektiv svensk statspappersmarknad. Ett exempel på detta är Riksgäldskontorets teknik att under 2007 omvandla 30 miljarder kronor i statsobligationsupplåning till kort ränteexponering via skuldbytesavtal (ränteswappar). Detta innebär inte bara att staten normalt kan minska upplåningskostnaderna utan även att marknaden kan förses med en större volym statsobligationer än vad som annars är möjligt. Ett annat exempel är de bytesauktioner som syftar till att underlätta handeln med statspapper och öka likviditeten i nya statsobligationslån. Dessa, och liknande åtgärder, bedöms ha bidragit till att de långsiktiga kostnaderna för statsskulden har kunnat sänkas.

Riksgäldskontoret uppfattas i allmänhet som en förutsägbar, effektiv och professionell aktör på marknaden och som garant för att svensk obligationsmarknad även i framtiden ska fungera tillfredsställande. De undersökningar som Prospera har gjort på Riksgäldskontorets uppdrag ger stöd åt bedömningen (se avsnitt 6.6). Riksgäldskontoret förefaller, liksom förra året, stå sig väl i internationell jämförelse. Regeringen uppskattar även Riksgäldskontorets ambition att kontinuerligt förbättra och utveckla sin kommunikation med marknaden, t.ex. avsikterna att öka kontakterna och diskussionen med investerare och återförsäljare.

Regeringens bedömning: Regeringen bedömer att Riksgäldskontorets växlingar av utländsk valuta fungerat väl under perioden.

Bakgrund: Riksgäldskontoret har sedan 2003 möjlighet att växla valuta direkt på marknaden. Dessförinnan skötte Riksbanken de statsskulsrelaterade valutaväxlingar som uppstår till följd av räntebetalningar och lån i utländsk valuta som förfaller.

Växling av flöden i utländsk valuta utgör en del av Riksgäldskontorets löpande likviditetsförvaltning. 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 vilket innebär att kontoret inte tar några aktiva positioner i växlingarna.

Skälen för regeringens bedömning: 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.

6.5 Aktiv förvaltning i utländsk valuta

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets resultat i den aktiva förvaltningen i utländsk valuta blev -0,2 miljarder kronor 2007 och 0,8 miljarder kronor för åren 2003–2007. Trots årets negativa resultat har den aktiva förvaltningen av valutaskulden uppfyllt målet att verksamheten ska ge överskott under utvärderingsperioden. Resultaten har inte uppnåtts till priset av ett högt risktagande.

Bakgrund: Regeringen har gett Riksgäldskontoret möjlighet att bedriva en aktiv förvaltning i utländsk valuta. Fram till 2007 hade Riksgäldskontoret även möjlighet att ta positioner på den svenska räntemarknaden. Från 2007 togs denna möjlighet bort eftersom Riksgäldskontoret med sin dominerande ställning på den svenska räntemarknaden kan påverka prisbildningen. Genom att ta bort möjligheten att ta positioner på den svenska räntemarknaden undveks farhågor hos andra marknadsaktörer att Riksgäldskontoret skulle utnyttja information om sitt eget framtida agerande för aktivt positionstagande.

Risktagandet för den aktiva förvaltningen i utländsk valuta på operativ nivå får inte överstiga det mandat som Riksgäldskontorets styrelse beslutat (avsnitt 5.5). Det beslutade mandatet var 220 miljoner kronor (daglig VaR vid 95 procents risknivå) för 2007, vilket innebar att den aktiva förvaltningen arbetade med samma mandat som tidigare år.

För att diversifiera förvaltningen samt för att få en uppfattning om hur effektiv den egna förvaltningen är anlitar Riksgäldskontoret ett antal

externa förvaltare. De externa förvaltarna bedriver förvaltning med samma mandat som Riksgäldskontoret men i betydligt mindre skala. Den aktiva förvaltningen tar positioner med hjälp av derivatinstrument. Positionerna, som baseras på överväganden om förväntad ränte- och valutakursutveckling, placeras i en egen portfölj vilket möjliggör resultatuppföljning.

Den totala aktiva förvaltningen under 2007 resulterade i en förlust på 238 miljoner kronor. Förlusten fördelade sig på 203 miljoner kronor för Riksgäldskontorets egna förvaltning och 35 miljoner för den externa förvaltningen. Riksgäldskontoret tog positioner som gav ett genomsnittligt VaR på 29 miljoner kronor 2007, vilket kan jämföras med 62 miljoner kronor för 2006. Riksgäldskontoret utnyttjade därmed en relativt liten del av det riskutrymmet under året.

Resultatet för Riksgäldskontorets räntepositioner

Positionerna på räntemarknaderna stod för -241 miljoner kronor av resultatet under 2007. Detta berodde på att Riksgäldskontoret var positionerat för en generell ränteuppgång i Europa och USA under våren och sommaren 2007. Initialt gav dessa positioner en vinst men under andra halvåret svängde resultatet då obligationsräntorna föll i samband med att placerare sökte sig till statsobligationer när oro uppstod kring kreditrisker kopplade till den amerikanska bostadsmarknaden. Sett över hela utvärderingsperioden bidrog Riksgäldskontorets räntepositioner till ett positivt resultat motsvarande 519 miljoner kronor.

Resultatet för Riksgäldskontorets valutapositioner

Positionerna på valutamarknaderna medförde ett resultat på 38 miljoner kronor under 2007. De dominerande positionerna under 2007 var köp av euro och yen mot dollar. Positionerna baserades bland annat på avmattningen i den amerikanska ekonomin och det stora underskottet i den amerikanska bytesbalansen. Sett över hela utvärderingsperioden bidrog Riksgäldskontorets valutapositioner till ett positivt resultat motsvarande 244 miljoner kronor.

Tabell 6.5: Resultat av förvaltningen i utländsk valuta i förhållande till riktmärket 2003–2007 (miljoner kronor och procent)

	2003	2004	2005	2006	2007	Hela perioden
Total förvaltning:	937	195	-430	339	-238	803
Riksgäldskontoret	880	164	-426	348	-203	763
<i>Varav:</i>						
<i>Räntepositioner</i>	224	-18	187	367	-241	519
<i>Valutapositioner</i>	656	182	-613	-19	38	676
Externa förvaltare	57	31	-4	-9	-35	40
Resultat i procent av förvaltad belopp:						
Riksgäldskontoret	0,52	0,11	-0,25	0,21	-0,12	-
Externa förvaltare	0,14	0,09	-0,01	-0,03	-0,11	-
Informationskvot						
Riksgäldskontoret	2,1	0,7	neg	1,0	neg	1,0
Externa förvaltare	0,7	0,3	neg	0,2	neg	0,5

Källa: Riksgäldskontoret.

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

Resultatet för externa förvaltare

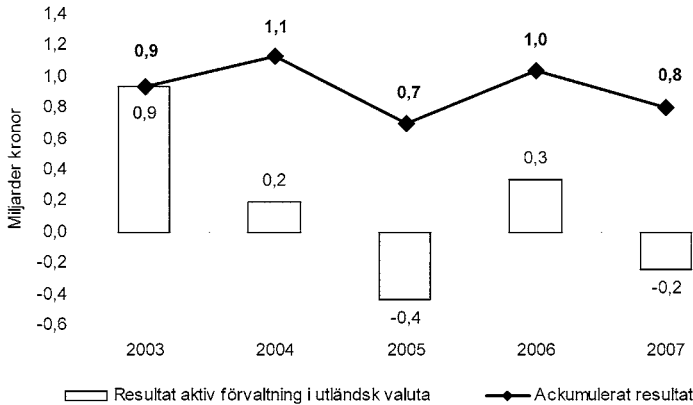
Under 2007 visade även de externa förvaltarna ett negativt resultat, -35 miljoner kronor. För hela utvärderingsperioden visar de externa förvaltarna ett positivt resultat på motsvarande 40 miljoner kronor. De externa förvaltarna tjänar som en måttstock för graden av måluppfyllelse för Riksgäldskontorets egna aktiva förvaltning. Samtidigt sprids risker i förvaltningen och marknadskunnandet på Riksgäldskontoret säkerställs. De externa förvaltarna tjänar också som en viktig informationskälla för Riksgäldskontorets egna aktiva förvaltning.

Riksgäldskontoret har använt externa förvaltare sedan 1992. Under 2007 anlätades fem externa förvaltare: ABN AMRO, BlackRock, Bridgewater, IPM/First Quadrant och PIMCO. Förvaltarna har samma riskmandat som Riksgäldskontoret och de förvaltar en referensportfölj på sammanlagt 6 miljarder kronor vardera (ABN AMRO 8 miljarder kronor). Spridningen mellan förvaltarna var stor med mellan 0,46 procent och -0,67 procent som bästa respektive sämsta resultat.

Riskjusterat resultat

Den så kallade informationskvoten används för att mäta det riskjusterade resultatet. Informationskvoten visar förhållandet mellan förvaltningens resultat och den risk man tagit för att uppnå resultatet. Ett högt värde innebär att förvaltaren tagit relativt liten risk för att uppnå resultatet. Enligt detta mått har IPM haft det bästa riskjusterade resultatet följt av Riksgäldskontoret. Sett över en tioårsperiod från 1997 visar Riksgäldskontorets aktiva förvaltning en lägre risknivå (volatilitet) i resultatet än de externa förvaltarnas.

Diagram 6.7: Resultat av den aktiva förvaltningen i utländsk valuta 2003–2007 (miljarder kronor) Skr. 2007/08:104



Källa: Riksgäldskontoret.

Sammanfattningsvis uppgick resultatet i den aktiva valutaförvaltningen till -0,2 miljarder kronor 2007 och till 0,8 miljarder kronor för utvärderingsperioden. Räntepositioner svarar under perioden för en något större del av resultatet än valutapositioner. Riksgäldskontorets aktiva förvaltning har i genomsnitt gett ett bättre resultat än det som genomsnittet av de externa förvaltarna presterat.

Skälen för regeringens bedömning: Målet för den aktiva förvaltningen är att uppnå kostnadsbesparingar. För 2007 visade den aktiva förvaltningen en förlust på 238 miljoner kronor. För hela utvärderingsperioden var resultatet positivt, motsvarande 803 miljoner kronor. Därmed har Riksgäldskontoret uppfyllt det kvantitativa målet. Regeringen konstaterar dock att det positiva resultatet i stor utsträckning vilar på resultatet för 2003. Det justerade resultatmått som redovisats, informationskvoten, indikerar att Riksgäldskontorets resultat, för perioden 2003–2007, inte har uppnåtts till priset av ett högre risktagande jämfört med de externa förvaltarna. Inom ramen för de 220 miljoner kronor i VaR-mandatet som styrelsen tilldelat, togs under 2007 operativa positioner på i genomsnitt 29 miljoner kronor per dag, under 2006 var motsvarande värde i genomsnitt 62 miljoner kronor per dag. Det lägre risktagandet under 2007 ses som rimligt utifrån den finansiella turbulens och den höga volatilitet som rått på världens finansmarknader under året.

6.6 Måluppfyllelse för marknads- och skuldvård

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har genom aktiva åtgärder och tydlig kommunikation bidragit till en god marknads- och skuldvård.

Bakgrund: Inför 2006 beslutade regeringen att införa ett särskilt beslut i riktlinjerna för marknads- och skuldvård. Målet var dock inte nytt i sig utan fanns tidigare i regleringsbrevet till Riksgäldskontoret.

På strategisk nivå (avsnitt 5.7) fastställer Riksgäldskontorets styrelse principer för hur upplåningen och skuldförvaltningen ska bedrivas i syfte att minska lånekostnaden för statsskulden samtidigt som risken beaktas. En huvudprincip är att koncentrera obligationsupplåningen till ett begränsat antal löptider (benchmarkobligationer) och en annan att upprätthålla och utveckla effektiva försäljningskanaler. Andra viktiga principer är att hålla en öppen, förutsägbar och långsiktig kommunikation med marknadsaktörer.

På operativ nivå handlar marknads- och skuldvård om att genomföra byten och uppköp av obligationer, marknadsvårdande repor m.m. En annan del handlar om att kommunicera med aktörerna i enlighet med de fastställda principerna.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har genom både åtgärder och kommunikation bidragit till en väl fungerande statspappersmarknad. I syfte att främja likviditeten har likviditetsneutrala reposwappar erbjudits i samtliga statspapper. Av samma skäl har byten mellan realobligationer erbjudits. För nyintroducerade nominella statsobligationer och statsskuldväxlar har särskilda villkor utformats för att få tillräckligt stor volym och likviditet i dessa. Riksgäldskontoret har också erbjudit marknadsvårdande repor i alla nominella benchmarkobligationer, realobligationer och statsskuldväxlar.

Under hösten 2007 ökade efterfrågan på de marknadsvårdande reporna i takt med att den internationella finansiella turbulensen tilltog. Finansorn medförde ökad efterfrågan på statspapper, vilket fick till följd att den dagliga repovolymen sköt i höjden. I syfte att öka likviditeten och djupet på den svenska statspappersmarknaden sålde Riksgäldskontoret statspapper till återförsäljarna, med avtal om återköp ett visst antal dagar senare. Genomsnittet per bankdag var 15 miljarder kronor under 2007, vilket kan jämföras med 5 miljarder kronor per dag 2006. När efterfrågan på säkra statspapper var som störst, under september och oktober 2007, uppgick volymerna under några dagar till 60 miljarder kronor per dag.

Riksgäldskontoret ansåg dock att sådana volymer i längden inte var hållbara. Efter att fört en dialog med motparterna, och med beaktande av att efterfrågan minskat, beslutade Riksgäldskontoret om höjd premie på repor från 1 april 2008. Riksgäldskontoret kommer också, bland annat enligt uppdrag i riktlinjebeslutet för 2008, att inkomma med en analys av repofacilitetens funktion och utformning till Finansdepartementet. Regeringen konstaterar att den marknadsvårdande repofaciliteten utnyttjats i en grad som inte var förutsett. Riksgäldskontorets val att inte förändra ett sedan länge etablerat system i tider av tilltagande finansiell

turbulens förefaller rimligt. Detsamma gäller beslutet om att efter kommunikation med marknadsaktörer justera prissättningen och därigenom skapa tid för att fördjupa analysen av villkoren i repofaciliteten. Regeringen delar även Riksgäldskontorets bedömning att repoverksamheten under perioden bidragit till att den svenska räntemarknaden påverkats mindre av den internationella kreditorn än vad som var fallet i många andra länder. Variationen i svenska statspappersräntor har därmed sannolikt kunnat hållas nere vilket haft en stabiliserande inverkan på räntebildningen på statspappersmarknaden. Regeringen anser att Riksgäldskontoret hanterat den uppkomna situationen på ett tillfredsställande sätt.

När det gäller kommunikation har Riksgäldskontoret publicerat rapporten Statsupplåning – prognos och analys tre gånger per år. Regeringen anser att rapporten underlättat för marknadens aktörer att bilda sig en uppfattning om statsskuldspolitiken genom att fördelningen av upplåningen på olika instrument utifrån gällande lånebehovsprognoser presenterats. Detta har ökat transparensen och förutsägbarheten på den svenska statspappersmarknaden. Under 2007 har Riksgäldskontoret även vidareutvecklat sin hemsida, vilket bl.a. inneburit att information till den institutionella marknaden blivit mer tillgänglig.

Bilden av att marknads- och skuldvärden bedrivits på ett effektivt sätt styrks av de utvärderingar Prospera genomfört på uppdrag av Riksgäldskontoret. Resultatet från dessa utvärderingar visar successivt bättre resultat sedan 2004 då den första undersökningen gjordes. Nedan följer en sammanfattning av den senaste undersökningens resultat:

- Riksgäldskontorets information om lånebehov, finansiering, emissionsvillkor och villkor var överlag utmärkt och förutsägbar. Riksgäldskontoret värderas generellt högt i internationell jämförelse, särskilt av internationella aktörer. Betygen från svenska investerare var något lägre.
- Försäljningen av statspapper fungerade mycket väl. Försäljningsformer och information fick utmärkt av i stort sett alla aktörer. Intrycket av hur Riksgäldskontoret drog ner auktionsvolymerna för realobligationer och statsskuldsväxlar var dock något sämre.
- Återförsäljarna värdesatte Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor men gav lägre betyg för detta än för 2006. Detta trots att de marknadsvårdande reporna utnyttjades i mycket hög utsträckning.
- Återförsäljarna är mindre nöjda med Riksgäldskontorets löpande byten av realobligationer.
- Svenska återförsäljare ansåg att Riksgäldskontoret skulle kunna vara mer lyhörd för marknadens önskemål. Samtidigt framförs dock att Riksgäldskontoret inte ska vara alltför lyhörd.
- Av svaren att döma träffar Riksgäldskontoret inte investerare tillräckligt ofta. Drygt hälften, vilket var färre än 2006, av svenska investerare har intresse av att delta i investerarmöten.
- Andelen investerare som tar del i primärmarknaden har sjunkit för tredje året i rad.
- Bra likviditet och pristransparens på andrahandsmarknaden för nominella obligationer. Internationella aktörer gav dock ett lägre betyg. Samtliga tillfrågade gav likviditet och prisinformation i realobligationsmarknaden underkänt.

6.7 Upplåningen på privatmarknaden

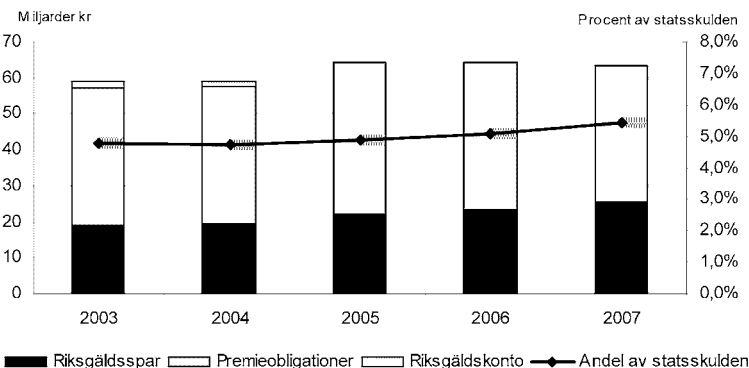
Regeringens bedömning: Under utvärderingsperioden uppgick den samlade kostnadsbesparingen i privatmarknadsupplåningen till 0,8 miljard kronor, vilket innebär att Riksgäldskontoret uppnått målet för privatmarknadsupplåningen.

Bakgrund: Riksgäldskontorets upplåning från privatmarknaden riktar sig till privatpersoner, mindre företag och organisationer. Upplåningen görs via två produkter: premieobligationer och Riksgäldsspar. Dessutom säljs statspapper till privatmarknadskunder via Riksgäldskontorets webbplats. Vid 2007 års slut uppgick privatmarknadsupplåningen till 64 miljarder kronor, vilket var oförändrat i förhållande till föregående årsskifte men 5 miljarder kronor mer än vid slutet av 2003. Privatmarknadsupplåningen stod för 5,4 procent av statsskulden vid 2007 års slut. Andelen privatmarknadsupplåning i förhållande till den okonsoliderade statsskulden har varit runt 5 procent under hela utvärderingsperioden. Den marginellt ökade andelen de två senaste åren beror på att statsskulden minskat.

Riksgäldskontorets andel av den totala sparmarknaden för ränteplaceringar minskade med 0,9 procentenheter till 5,6 procent under 2007. Orsaken till minskningen är att den totala räntesparmarknaden ökade kraftigt 2007 till följd av tillbakagången på aktiemarknaden.

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

Diagram 6.8: Privatmarknadsupplåning fördelat på olika upplåningsinstrument och som andel av statsskulden 2003–2007 (miljarder kronor och i procent)



Källa: Riksgäldskontoret.

Premieobligationer

Premieobligationer utgör basen i privatmarknadsupplåningen, vilket framgår av diagram 6.7. Vid 2007 års slut uppgick lånestocken till 38 miljarder kronor. Under 2007 emitterades två nya premieobligationslån på sammanlagt 9 miljarder. Till följd av ovanligt stora förfall under året minskade ändå premieobligationsstocken med 3 miljarder kronor i förhållande till föregående årsskifte. Under utvärderingsperioden har premieobligationsstocken varierat mellan 38 och 42 miljarder kronor. Antalet premieobligationskunder har under utvärderingsperioden varit relativt stabilt kring 500 000.

Riksgäldsspar

Vid 2007 års slut uppgick den utestående volymen i Riksgäldsspar till 25 miljarder kronor, vilket var en ökning med drygt 2 miljarder kronor jämfört med föregående årsskifte. Ökningen berodde på tillbakagången på aktiemarknaden och stigande räntor. Det är insättningen på konton i rörlig ränta som ökat, vilket gör att denna del nu står för 70 procent av den totala volymen för Riksgäldsspar. Under utvärderingsperioden har riksgäldssparstocken ökat från 19 till 25 miljarder kronor. Antalet kunder i Riksgäldsspar var vid 2007 års slut 145 000, vilket innebar en minskning med runt 2 000 kunder under året. Antalet kunder har dock ökat med drygt 20 000 i förhållande till utvärderingsperiodens början.

Försäljning via webbplatsen

Riksgäldskontorets webbplats har stor betydelse då den är en av de viktigaste säljkanalerna. För Riksgäldsspar har andelen bokningar ökat från 33 till 40 procent efter det att den nya webbplatsen togs i bruk.

På webbplatsen är det även möjligt för privatpersoner och företag att köpa statspapper. Statspapper för alla, som sparformen heter, startade 2002. I denna sparform deltar kunderna i samma auktioner som de institutionella placerarna. Köp av statspapperen görs till genomsnittsräntan i auktionen. Försäljningen och antalet kunder har ökat successivt sedan introduktionen. Under 2007 såldes statspapper via denna försäljningskanal för 1,4 miljarder kronor, vilket motsvarade en försäljningsökning på 50 procent. Antalet nya statspapperskunder var 900 vilket innebar en ökning av nya kunder med 90 procent. Kostnaden för internetförsäljningen av statspapper var 4 miljoner kronor, vilket är en minskning med 1 miljon kronor jämfört med 2006. Internetförsäljningen av statspapperen sker utan marginal varför inga besparingar uppnås.

Resultat av privatmarknadsupplåningen

Upplåningen på privatmarknaden minskade kostnaderna för statsskulden med 171 miljoner kronor i förhållande till alternativ upplåning på kapitalmarknaden under 2007. Årsresultatet var därmed i ungefärlig nivå med föregående år. För utvärderingsperioden uppgick den sammanlagda kostnadsbesparingen till 826 miljoner kronor.

Tabell 6.6: Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden 2003–2007 (miljoner kronor)

Upplåningsinstrument ¹	2003	2004	2005	2006	2007	Totalt
Premieobligationer ²	240	110	98	150	149	747
Riksgäldsspar	20	6	10	27	23	86
Riksgäldskonto ³	-	-4	-2	-	-	-6
Summa besparing	260	112	106	177	171	826

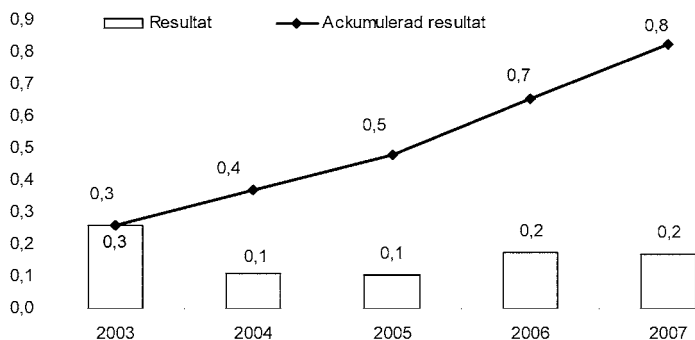
¹ Jämfört med nollkupongräntestrukturen.

² Avser premielån emitterade från och med 1996.

³ Riksgäldskonto avvecklades i mars 2005.

Som framgår av tabell 6.6 bidrar premieobligationsupplåningen till 747 miljoner kronor av kostnadsbesparingen, medan Riksgäldsspar bidrar med 86 miljoner kronor. Det försämrade resultatet för Riksgäldsspar var en följd av ett avbrutet projekt för ett nytt systemstöd. Detta ledde till kostnader för 10 miljoner kronor under året. Kostnader som annars skulle ha periodiserats. Projektet avbröts på grund av att tester visade att systemet inte var tillräckligt stabilt. Problemet har sin bakgrund i att de fasta obligationsliknande kontona i Riksgäldsspar avviker från den gängse formen av sparkonton som finns på marknaden. De anpassningar av standardsystemet som krävdes för att få ett nytt systemstöd till Riksgäldsspar visade sig vara allt för stora.

Diagram 6.9: Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden 2003–2007 (miljarder kronor)



Källa: Riksgäldskontoret.

Faktaruta 6.3: Utvärderingsmodell för privatmarknadsupplåningen

Riksgäldskontoret tillämpar sedan 1999 samma utvärderingsmodell för premieobligationer och Riksgäldsspar. Modellen innebär att utgifter och inkomster som är förknippade med upplåning i ett låneinstrument periodiseras över instrumentets löptid. Utgifterna består dels av direkta utgifter för förvaltningen, dels av de omkostnader som ska 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.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringens mål för privatmarknadsupplåningen är att uppnå största möjliga kostnadsbesparing i förhållande till Riksgäldskontorets alternativa upplåningsformer på penning- och obligationsmarknaden. Resultat uppgick till 171 miljoner kronor 2007 och till 826 miljoner kronor för utvärderingsperioden. Av kostnadsbesparingen har Premieobligationer bidragit med 747 miljoner kronor och Riksgäldsspar med 86 miljoner kronor. Regeringen konstaterar att det avbrutna projektet för ett nytt systemstöd till Riksgäldsspar lett till försämrat resultat för Riksgäldsspar och kostnader på 10 miljoner kronor under 2007.

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

Riksgäldskontoret har uppnått den kvantitativa målsättningen för privatmarknadsupplåningen och regeringen noterar att lönsamheten i verksamheten består.

Regeringens bedömning: Den externa granskningsrapport som gjorts ger stöd åt bedömningen att regeringens riktlinjer för perioden 2003–2007 varit väl underbyggda med kvalitativa analyser och till viss del även med kvantitativa analyser.

Regeringen finner inte skäl att byta ut det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Det har hela tiden stått klart att graden av måluppfyllelse inte går att kvantifiera. Målet fyller likväl en väsentlig funktion genom att koncentrera analysen och diskussionen till de centrala faktorerna kostnad och risk.

Bakgrund: I finansutskottets betänkande (2006/07:FiU22) välkomnade riksdagen förslaget att utvärderingarna ska stödjas av externt utlagda utvärderingar. Syftet med den externa granskningen är att få in nya referenspunkter och ett fördjupat material. Under hösten 2007 avropade Finansdepartementet ett av Regeringskansliets ramavtal med revisions- och rådgivningsföretaget Ernst & Young AB (ramavtalsnummer FA2006/1891/EK/5).

I uppdragsbeskrivningen från Finansdepartementet framgick att två huvudområden skulle granskas: *Styrsystem och analysmetoder* och *utvärdering av riktlinjebeslut och förvaltning*. Om möjligt skulle frågorna belysas i ett internationellt perspektiv. Uppdraget omfattade 10 veckor och slutrapporterades i samband med att granskningsrapporten, *se bilaga*, överlämnades till Finansdepartementet den 22 februari 2008.

Skälen för regeringens bedömning: I granskningsrapporten framgår att riktlinjebesluten avseende målandelar och löptid under 2003–2007 varit väl underbyggda med kvalitativa analyser och till viss del även med kvantitativa analyser. När det gäller fastställandet av målandelar hänvisas framför allt till kvalitativa resonemang kring kostnad och risk. I granskningsrapporten framgår att målandelarna också bygger på simuleringsresultat från 2002/2003 enligt den stokastiska simuleringsmodell som utvecklats av Riksgäldskontoret. Beslut avseende löptiden bygger till viss del också på resultat från en simuleringsmodell.

I granskningsrapporten ges 20 rekommendationer av vitt skilda slag. Nedan redovisas rekommendationerna och regeringens kommentarer utifrån sex olika rubriker. Först ges regeringens kommentarer till rekommendation 20. Denna rekommendation överskuggar de övriga eftersom det befintliga målet för statsskuldspolitiken ifrågasätts.

Det övergripande målets lämplighet

I rekommendation 20 anges att regeringen bör överväga om det befintliga övergripande målet för statsskulförvaltningen är lämpligt i en situation där regeringens riskaptit i förhållande till kostnaderna inte går att kvantifiera. Granskningsrapporten pekar på att graden av måluppfyllelse därmed inte går att bestämma.

Regeringen har sedan det övergripande målet formulerades och beslutades av riksdagen 1998 varit införstådd med att måluppfyllelsen inte går att kvantifiera. De bakomliggande sambanden är komplexa och

kvantifieringar riskerar att skapa låsningar som är oförenliga med strävan efter verklig måluppfyllelse. Målet fyller en väsentlig funktion genom att koncentrera analysen och diskussionen, såväl i riktlinjer som i genomförande och uppföljning, till de relevanta faktorerna kostnad och risk. Regeringen anser därför att målet som det är formulerat ger bästa kända förutsättningar för att på övergripande nivå styra statsskuldspolitiken i en ändamålsenlig riktning. Detta styrks även av att andra länders skuldförvaltare använder målet och att IMF och Världsbanken rekommenderar samma mål. Problemet med att kvantifiera måluppfyllelsen är inte unikt för statsskuldspolitiken. Liknande målformuleringar används till exempel även i strävan för att förbättra resursutnyttjande och välfärd inom andra politikområden.

Regeringen anser inte att det finns skäl att påbörja ett nytt målformuleringsarbete där det centrala är den kvantitativa mätbarheten. Granskningsrapporten anger heller inget konkret alternativ. I rapporten antyds möjligheten att övergå till att formulera målet i termer som har att göra med statsskuldförvaltningens bidrag till skattesatsutjämning. Den ansatsen prövades och avvisades när det nuvarande styrsystemet infördes. Bland skälen fanns att det skulle vara än svårare att översätta ett sådant mål i en konkret inriktning av statsskuldförvaltningen. Regeringen anser att den bedömningen alltså är riktig. I stället arbetar regeringen och Riksgäldskontoret vidare med att förbättra styrningen och utvärderingen utifrån nuvarande mål. Detta gäller såväl i kvalitativt som i kvantitativt hänseende.

Skrivelse rörande bakgrunden till riktlinjebesluten

I *rekommendation 5* ges regeringen och Riksgäldskontoret rekommendationen att ta fram en komplett sammanfattande skrivelse rörande bakgrunden och utvecklingen av riktlinjebesluten. Regeringen delar granskningsrapportens bedömning om värdet av en sådan skrivelse. De bakomliggande dokumenten i form av förslag till riktlinjer, riktlinjebeslut, underlag till utvärdering och utvärderingsskrivelserna har tidigare inte sammanställts. Ett sådant dokument bör syfta till att på ett samlat sätt redovisa de ställningstaganden som gjorts avseende långsiktigheten i målet, vilka risker som avses och vilken riskaptit som ligger till grund för riktlinjebesluten. Därigenom kan även behovet av förtydliganden i dessa avseende bättre bedömas. Sådana förtydliganden efterfrågas i *rekommendationer 1, 2 och 3*. Riksgäldskontoret har under hand meddelat att årets riktlinjearbete innefattar en sådan här sammanställning av de ställningstaganden som vägleder de årliga riktlinjebesluten.

Analys med hjälp av stresstester

Granskningsrapporten innehåller flera rekommendationer att utveckla och kontinuerligt använda väldefinierade scenarioanalyser och stresstester för att utvärdera olika portföljstrategier och mäta risken i statsskulden (*rekommendationer 4, 14, 15 och 17*).

Riksgäldskontoret har för avsikt att på nytt börja använda stresstester vid utarbetandet av förslag till riktlinjer. Regeringen välkomnar detta.

Styrning och utvärdering med hjälp av kvantitativa risk-mått

I *rekommendation 6* tas behovet av fler relevanta referenspunkter som stöd i de kvalitativa resonemangen upp. Det konkretiseras bland annat i *rekommendation 8* som innehåller förslag att använda CaR- och RYaR-mått för att utvärdera valet av måländelar. *Rekommendation 9* avser användningen av CaR- och RYaR-måtten i uppföljningssammanhang som indikatorer på risker i statsskuldportföljen⁸.

Regeringen vill inledningsvis framhålla att riskmått av det här slaget inte kan diskuteras fristående från de modeller som krävs för att uppskatta riskerna. Det är således mer relevant att tala om hur *modeller* kan och bör användas än om måttens användningsområden. Det innebär bland annat att rekommendationen att använda CaR-mått för att studera skuldens sammansättning i sig inte ger någon vägledning, eftersom det i rapporten inte anges hur en för ändamålet lämplig modell skulle kunna se ut.

Även användningen av riskmått för uppföljning styrs av de modeller som används för att göra beräkningarna. Således vore det inte meningsfullt att använda den analysmodell för valet av löptid som Riksgäldskontoret tog fram inför riktlinjebeslutet 2006 för löpande uppföljning. Den är utformad för strategisk analys av skuldens långsiktiga egenskaper. En beräkning av risken i den nuvarande skuldportföljen skulle därför få i princip samma resultat som den uppskattning som gjordes 2006.

Regeringen vill även framhålla att det är svårt att se hur CaR- och RYaR-modeller ska kunna användas för ren uppföljning, dvs. i syfte att utvärdera om målet för statsskuldförvaltningen uppnåtts. De kan användas, som hittills, som instrument för övergripande analys. Det kan i princip också användas analogt med VaR-modeller för löpande styrning. I så fall ska förändring i den uppmätta risken i portföljen kunna signalera behov av förändringar av portföljen i syfte att hålla risknivån inom uppsatta gränser. Någon sådan styrning har inte varit aktuell i svensk statsskuld förvaltning, bland annat därför att regeringen bedömt att riskberäkningarna inte är tillräckligt precisa. Därmed är en beräkning av realiserad risk av begränsat intresse från uppföljningssynpunkt, eftersom det inte finns någon måttstock gentemot vilken den uppmätta risken kan mätas.

Självklart är det möjligt att utforma annorlunda modeller, men kostnaden och tiden för detta måste vägas mot de fördelar som arbetet kan ge. När det gäller hur alternativa modeller skulle kunna se ut och vilket mervärde de i så fall skulle ha, ger granskningsrapporten ingen vägledning.

I *rekommendation 12* föreslår rapporten att duration ska användas för styrning och uppföljning av statsskuld förvaltningen. Argumentet är att duration är ett bättre mått på refinansieringsrisk än genomsnittlig räntebindningstid.

Regeringen vill här framhålla att varken genomsnittlig räntebindningstid eller duration är bra mått på refinansieringsrisken i skulden.

⁸ I rapporten anges att "RYaR mäter risken i procent av statsskulden" (s. 15). Det är en missuppfattning. I modellen beräkna emissionsräntor och RYaR mäter hur höga dessa riskerar att bli, utan koppling till statsskulden. RYaR- och CaR-måtten skiljer sig således åt genom att det ena är uttryckt i procentenheter och det andra i kronor.

Refinansierings- och refixingsrisk styrs av förfalloprofilen. Portföljer med markant olika förfalloprofiler kan dock uppvisa samma genomsnittliga räntebindningstid eller duration. Exempelvis kan man uppnå samma duration med en portfölj som bara består av en kort statsskuldväxel och en lång obligation som om man väljer att ha lika stora förfall under en följd av år. Den förra portföljen har hög refinansieringsrisk, den senare låg.

De nackdelar som gjorde att regeringen övergav duration som styrmått för löptiden kvarstår. Regeringen avser därför inte att införa duration i styrningen av statsskulden. Att måttet kan beräknas för att illustrera skuldportföljens egenskaper är en annan sak. Sådana beräkningar publiceras också regelmässigt av Riksgäldskontoret.

För att styra refinansierings- och refixingsrisk krävs mått som direkt tar fasta på förfalloprofilen. Regeringen har här valt att inte arbeta med något kvantitativ styrmått utan förlitat sig på Riksgäldskontorets praxis att fördela skulden över flera lån med skilda förfallotidpunkter. Den ordningen har fungerat väl.

Det hindrar inte att det finns skäl att, som föreslås i *rekommendation 13*, redovisa hur stor del av statsskulden som förfaller inom de närmaste tolv månaderna. Detta beskrivande mått har i några fall använts tidigare och regeringen ser ett värde i att presentera det framledes. I denna skrivelse återfinns måttet i avsnitt 6.3.

Utvärdering

Granskningsrapporten innehåller en rekommendation som specifikt avser utvärdering och uppföljning. Det är *rekommendation 7* som uppmanar regeringen och Riksgäldskontoret att utvärdera icke-beslut i uppföljningen av statsskuld förvaltningen. Ett argument är att utvärdering av aktiva beslut i förhållande till alternativet att göra ingenting riskerar att hämma beslutsfattandet.

Regeringen delar uppfattningen att det vore värdefullt att vidga perspektivet i utvärderingarna. Svårigheten ligger i att finna ett sätt att göra detta på som beaktar att statsskuld förvaltningen vägleds av hänsyn till både kostnad och risk, dvs. två dimensioner, och inte ger fritt spelrum för efterklokhet.

Principiellt gäller att det finns ett oändligt antal icke-beslut, eftersom statsskulden kunde ha satts samman på ett otal andra sätt än det som faktiskt valdes. Frågan är därmed vilka alternativa portföljer som ska tas med i uppföljningen. I rapporten föreslås att regeringen ”i de strategiska besluten [ska] tydliggöra de olika val av portföljstrategier som finns att tillgå samt resonera kring varför vissa strategier förkastas och varför andra är med tilltalande” (s. 14). Detta påminner om en tanke som lades fram i de första riktlinjebesluten, där det sades att Riksgäldskontoret skulle redovisa ett antal distinkta portföljalternativ. Regeringen skulle sedan välja ett av dessa och redovisa motiven för detta val. Portföljerna tänktes även kunna fungera som utgångspunkt för utvärdering. Kostnaderna för den valda portföljen skulle exempelvis jämföras med uppskattade kostnader för de bortvalda portföljerna.

Den första delen av denna tanke, som också är det som mest liknar förslaget i rapporten, har i viss mening förverkligats. Regeringen har steg för steg tagit ställning till skuldens sammansättning och löptid, baserat på

analyser där ett antal andra möjliga sammansättningar har studerats. Regeringen har således gjort ett antal aktiva val. Någon uppföljning där resultatet jämförs med andra portföljer med helt annan sammansättning har emellertid aldrig kommit till stånd. Förklaringen är att det framstår som svårt att veta vilka konkreta slutsatser som en sådan jämförelse kan leda fram till. Det är enkelt att konstatera huruvida en annan portfölj skulle ha gett lägre kostnader över en given period. Därav följer emellertid inte att den hade varit bättre sett med utgångspunkt i målet, eftersom detta även innefattar en bedömning av risken. Som regeringen framhåller i avsnitt 3.3 ovan, måste utvärderingen utgå från att målet har två dimensioner och att den ena, nämligen risken, måste värderas på förhand. En beräkning av kostnaderna i efterhand missar därmed riskdimensionen och lämnar utrymme för efterklokhet, till liten nytta för framtida beslut om statsskuldsvälvalternativens inriktning.

Granskningsrapporten pekar inte på någon väg ur detta dilemma. Den är mer konkret när det gäller hur den här ansatsen ska användas i riktlinjebesluten än hur den skulle fungera i utvärderingssammanhang. Regeringen avser självfallet att fortsätta att utveckla beskrivningen av motiven för den valda skuldportföljen, men en enkel metod för att omsätta detta i samband med utvärdering i efterhand torde vara svår att finna. Utgångspunkten måste alltså vara att pröva om besluten framstår som välgrundade givet den information som fanns när de fattades, i enlighet med den praxis som nu gäller.

Övriga rekommendationer

Fem av rekommendationerna passar inte in under rubrikerna ovan varför de kommenteras var för sig.

I *rekommendation 10* föreslås att uppföljningen ska innehålla en analys och presentation av emissionsräntor och statsskuldens kostnader i relation till BNP. Detta görs i avsnitt 3.1 och 3.2 i denna skrivelse.

Rekommendation 11 och 18 handlar om att kontinuerligt utvärdera de antaganden som ligger till grund för både kvantitativa och kvalitativa analysmetoder bl.a. avseende räntekurvans lutning. Regeringen menar att resonemang om räntekurvans lutning och dess effekter har funnits i både riktlinjebeslut och uppföljningsskrivelser (avsnitt 4.3). Regeringen tar rekommendationen till sig och kommer att arbeta för att öka tydligheten i dessa avseenden.

I *rekommendation 16* föreslås att Riksgäldskontoret även fortsättningsvis ska tilldelas mandatet att avvika från önskat amorteringsbelopp och bestämma riktmarkesportföljen för valutafördelningen. Vad gäller mandatet att avvika från önskat amorteringsbelopp på valutaskulden konstaterar regeringen att Riksgäldskontoret utnyttjat detta på ett framgångsrikt sätt (avsnitt 5.1). Enligt nuvarande prognoser för lånebehovets och statsskuldens utveckling kommer det dock sannolikt inte finnas något amorteringsriktmärke från 2009 då andelsstyrningen tar över. Riksgäldskontoret har också på ett framgångsrikt sätt utnyttjat mandatet att bestämma valutafördelningen varför regeringen även ser detta som en lämplig modell framöver (avsnitt 5.4).

Rekommendation 19 avser övervägandet om huruvida riktlinjer rörande aktivt positionstagande bör ingå i riktlinjerna för statsskuldens förvaltning då det aktiva positionstagandet inte har någon direkt koppling

till förvaltningen av skulden. Regeringen delar inte Skr. 2007/08:104
granskningsrapportens uppfattning i denna fråga. Det aktiva
positionstagandet har betydelse för både statsskuldens kostnader och
risker. Vidare anser regeringen att ansvaret för positionstagandet blir
tydligare när besluten på varje nivå dokumenteras och utvärderas i den
ordinarie processen (avsnitt 5.6 och 6.5). Regeringen har inte för avsikt
att ändra nuvarande beslutsordning för det aktiva positionstagandet.

Granskningsrapport

Granskning av analysmetoder och
riktlinjebeslut för statsskuldens
förvaltning 2003–2007

Innehåll

Sammanfattning	1
1 Introduktion.....	4
1.1 Syfte med granskningen.....	4
1.2 Avgränsningar	4
1.3 Granskningens genomförande	5
2 Målet för statsskuldsvälningen.....	6
2.1 Målformulering.....	6
2.2 Diskussion kring målet för statsskuldsvälningen.....	7
2.3 Slutsatser	9
3 Processen för statsskuldsvälningen.....	10
4 Analysmetoder	11
4.1 Förväntningar på analysmetoder	11
4.2 Analysmetoder för styrning.....	11
4.3 Analysmetoder för uppföljning	12
4.4 Utvecklingsområden	13
4.5 Slutsatser	18
5 Riktlinjebesluten för statsskuldsvälningen 2003-2007	20
5.1 Riktlinjebeslutens utveckling 2003-2007.....	20
5.2 Granskning av riktlinjebesluten.....	21
5.3 Slutsatser	28

Sammanfattning

Nedan följer en sammanfattning av den externa granskningen av statsskuldens förvaltning för perioden 2003-2007 utförd av Ernst & Young. Avsikten med granskningen är att komplettera regeringens egen utvärdering av statsskuldens förvaltning.

I uppdragsbeskrivningen från Finansdepartementet framgår att de huvudområden granskningen avser är: de analysmetoder som ligger till grund för styrning och uppföljning av statsskuldens förvaltning och de faktiska riktlinjebesluten under 2003-2007. Syftet med granskningen av riktlinjebesluten är att avgöra huruvida dessa var lämpliga och riktiga utifrån gällande förutsättningar vid den tidpunkt då besluten fattades. Granskningen av analysmetoder syftar främst till att avgöra om och på vilka sätt dessa metoder, såväl kvantitativa som kvalitativa, kan utvecklas för att förbättra styrning och uppföljning av statsskuldens förvaltning givet nuvarande styrsystem med styrning av målandelar och löptid.

Vid utformning av riktlinjer för statsskuldens förvaltning, samt även vid utveckling av analysmetoder för styrning och uppföljning av densamma, är det relevant att ta det övergripande målet i beaktande. Riktlinjernas utformning bör stödja målet med statsskuldens förvaltning, liksom att de analysmetoder som används för styrning och uppföljning bör producera relevant information för att avgöra om statsskulden förvaltas i enlighet med målet. Av denna anledning omfattar granskningen även en diskussion kring formuleringen av målet för Riksgäldskontorets statsskuldens förvaltning

Målet för statsskuldspolitiken

Den övergripande målformulering som idag ligger till grund för den svenska statsskuldens förvaltning, och många andra länders statsskuldens förvaltare, lämnar aspekter öppna för vidare tolkning. Genom att statsskulden ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i skulden beaktas flyttas fokus från de stabiliserande effekter på statsfinanserna som många teoretiker och nationalekonomer anser att statsskuldens förvaltning bör ha. Istället lyfts långsiktighet, kostnadsminimering och riskbeaktande fram som primära fokusområden, i likhet med många andra länders statsskuldens förvaltningar. Dessa fokusområden är dock relativt vaga och kan beroende på konkretisering resultera i olika operationaliseringar av målet.

Såsom målet är formulerat innebär detta en ständig strävan efter optimala portföljstrategier med avseende på kostnadsminimering med hänsyn till risk. I styrnings och uppföljningssammanhang av den svenska statsskulden medför detta att diskussioner kring huruvida valda målandelar och löptid är optimala eller inte måste föras.

Regeringen och Riksgäldskontoret rekommenderas således att i allmänhet se över dagens övergripande målformulering för statsskuldens förvaltning och i synnerhet ytterligare konkretisera innebörden av nuvarande formulering med avseende på långsiktighet, kostnad och risk. En tydlig konkretisering av målet inom dessa områden kommer att

tydliggöra sambandet mellan riktlinjebeslut, analysmetoder och övergripande mål, samt förenkla bedömningar rörande måluppfyllelse.

Processen för statsskuldspolitiken

Processen för den svenska statsskuldförvaltningen är i jämförelse med andra statsskuldförvaltare mycket transparent där resonemang och analyser som ligger till grund för såväl riktlinjeförslag och riktlinjebeslut som utvärderingar av statsskuldförvaltningen finns tillgängliga. Detta är till stor del ett resultat av det styrsystem som statsskuldförvaltningen bygger på där rapporteringen och informationsflödet mellan Riksgäldskontoret, regeringen och riksdagen är en central del.

För att få en heltäckande bild av bakgrunden till ett års riktlinjebeslut räcker det emellertid inte att enbart studera riktlinjeförslagen, utvärderingsunderlaget och skrivelserna från året innan. Samtliga dokument och skrivelser sedan den nya beslutstrukturen sattes 1998 måste studeras för att en utomstående fullt ut ska förstå sammanhangen och orsakerna till dagens riktlinjebeslut. Regeringen och Riksgäldskontoret rekommenderas därför att överväga att ta fram en komplett sammanfattande skrivelse som ger läsaren och bättre helhetsbild av bakgrunden och utvecklingen av riktlinjebesluten.

Granskning av analysmetoder

Granskningen av regeringens och Riksgäldskontorets analysmetoder vid styrning och uppföljning av statsskuldförvaltningen visar att de metoder som används idag framförallt baseras på resonemang och diskussioner av kvalitativ karaktär. Detta beror på svårigheter att kvantifiera risken i en statsskuldförvaltning och därmed också utmaningen att bedöma avvägningen mellan kostnad och risk, givet det övergripande målet för statsskuldförvaltningen. Befintliga analysmetoder ger därför ingen tydlig indikation på graden av måluppfyllelse eftersom bedömningen av huruvida kostnadsminimering med hänsyn till risk har uppnåtts är svår att göra med endast kvalitativa resonemang som grund.

Det kan dock argumenteras för att introducera ytterligare referenspunkter som stöd i de kvalitativa resonemangen vid styrning och uppföljning av den svenska statsskuldförvaltningen, särskilt när statsskuldförvaltning av naturen är så pass komplex. I ljuset av detta har granskningen av analysmetoder funnit flera utvecklingsområden där bland annat kontinuerligt användande av stresstester och scenarioanalyser kan ge värdefull information rörande olika portföljstrategiers egenskaper i skilda situationer.

Granskning av riktlinjebesluten 2003-2007

Riktlinjebesluten avseende målandelar och löptid har under 2003-2007 varit underbyggda med kvalitativa analyser och till viss del även med kvantitativa analyser. Målandelarna baseras delvis på simuleringsresultat från 2002/2003, då Riksgäldskontoret utvecklade en stokastisk simuleringsmodell för att bestämma skuldfördelningen, men bygger framförallt på kvalitativa resonemang kring kostnad och risk. Även löptiden bygger till viss del på resultat från en simuleringsmodell men i likhet med målandelarna

är den underbyggande analysen kring hur valet av löptid bidrar till en optimal portföljstrategi otydlig och saknar stöd av kvantitativa analyser där kostnader vägs mot risken.

Riksgäldskontoret och regeringen belyser dock, liksom många andra statsskuldsförvaltare med samma eller liknande målformulering, svårigheten att mäta risken i statsskulden. Denna problematik medför i sin tur att regeringen inte kan förmedla sin preferens rörande avvägningen mellan kostnad och risk eftersom det inte går att mäta risken i en vald skuldfördelning och löptid. Därmed finns det ingen målfunktion till optimeringsproblemet att minimera kostnaden med hänsyn till risken. Så länge detta är fallet kommer regeringen och Riksgäldskontoret aldrig att kunna avgöra om en vald portföljstrategi är optimal, givet nuvarande övergripande mål för statsskuldens förvaltning. Regeringen rekommenderas därför överväga om det befintliga övergripande målet för statsskuld förvaltningen är lämpligt i en situation där regeringens riskaptit i förhållande till kostnaderna inte går att kvantifiera och där graden av måluppfyllelse därmed inte går att bestämma.

1 Introduktion

Inför varje år fattar regeringen beslut om riktlinjer för hur Riksgäldskontoret ska förvalta statsskulden den kommande treårsperioden. Riksgäldskontoret lämnar initialt ett förslag till regeringen kring de riktlinjer som myndigheten anser ska styra statsskuldförvaltningen. Innan regeringen fattar beslut om riktlinjerna baserat på riktlinjeförslaget från Riksgäldskontoret ges Riksbanken möjlighet att yttra sig över förslaget.

Efter passerat kalenderår följs statsskuldförvaltningen upp (från och med 2008 görs uppföljningen vartannat år) genom att utvärdera såväl riktlinjebeslut som operativ förvaltning. Riksgäldskontoret lämnar först ett underlag innehållande en utvärdering till regeringen, som därefter gör en utvärdering som lämnas till riksdagen. Som en del i det senare steget har regeringen påtalat värdet av att komplettera utvärderingen med en extern granskning, vilket också har välkomnats av riksdagen.

1.1 Syfte med granskningen

Som följd av regeringens önskan att komplettera sin egen utvärdering av statsskuld förvaltningen har Ernst & Young fått i uppdrag att bistå med ovan nämnda externa granskning. I uppdragsbeskrivningen från Finansdepartementet framgår att de huvudområden granskningen avser är: de analysmetoder som ligger till grund för styrning och uppföljning av statsskuld förvaltningen och de faktiska riktlinjebesluten under 2003-2007. Regeringen har för avsikt att bilägga denna externa granskningsrapport till den utvärdering av statsskuld förvaltningen som lämnas till riksdagen i april 2008.

Syftet med granskningen av riktlinjebesluten är att avgöra huruvida dessa var lämpliga och riktiga utifrån gällande förutsättningar vid den tidpunkt då besluten fattades. Granskningen av analysmetoder syftar främst till att avgöra om och på vilka sätt dessa metoder, såväl kvantitativa som kvalitativa, kan utvecklas för att förbättra styrning och uppföljning av statsskuld förvaltningen givet nuvarande styrsystem med styrning av målandelar och löptid.

1.2 Avgränsningar

Följande granskningsrapport har således inte samma omfattning som den utvärdering av statsskuld förvaltningen som regeringen lämnar till riksdagen, utan omfattar de områden som beskrivs i föregående avsnitt. Analysmetoder rörande den aktiva förvaltningen i utländsk valuta omfattas inte av granskningsrapporten. Det gör inte heller besluten som fattats av Riksgäldskontorets styrelse i termer av hur det strategiska beslutsmandatet som regeringen tilldelat Riksgäldskontoret har utnyttjats. Dock berörs dessa strategiska beslut av de analysmetoder som används för styrning och uppföljning, samt av de riktlinjebeslut där det strategiska beslutsmandatet tilldelas.

1.3 Granskningens genomförande

Granskningen har genomförts genom att framförallt studera dokumentation såsom riktlinjeförslag, riktlinjebeslut, Riksgäldskontorets årsredovisningar och underlag till utvärdering av statsskuldsförvaltningen, regeringens egna utvärderingar av statsskuldsförvaltningen, samt diverse interna analyser, rapporter och skrivelser av mer tillfällig karaktär. Utöver detta har internationella utredningar från bland annat International Monetary Fund (IMF), Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) och European Central Bank (ECB) använts som referenspunkter tillsammans med publik dokumentation och offentliga rapporter från andra länders statsskuldsförvaltare.

2 Målet för statsskuldsvärlden

Vid utformning av riktlinjer för statsskuldens förvaltning, samt även vid utveckling av analysmetoder för styrning och uppföljning av densamma, är det relevant att ta det övergripande målet i beaktande. Riktlinjernas utformning bör stödja målet med statsskuldsvärlden, liksom att de analysmetoder som används för styrning och uppföljning bör producera relevant information för att avgöra om statsskuldsvärlden förvaltas i enlighet med målet.

Det är av denna anledning därför naturligt att inleda granskningen av såväl riktlinjebeslut som analysmetoder med en diskussion kring formuleringen av målet för Riksgäldskontorets statsskuldsvärlden. Detta kapitel inleds med en övergripande diskussion av målet följt av en mer detaljerad genomgång av målformuleringens olika beståndsdelar.

2.1 Målformulering

Det övergripande målet för statsskuldsvärlden finns definierat i 5 § i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldsvärlden. Lagen ändrades 1998 efter regeringens proposition 1997/98:154 rörande ändringar i lagen om statens upplåning. Det är denna proposition som har lagt grunden till den statsskuldsvärlden som bedrivs av Riksgäldskontoret idag. Propositionen i sin tur grundades till viss del på en utredning rörande den statliga upplåningen (SOU 1997:66) som kom med sitt betänkande i april 1997. Genom ändringarna fastställdes att det övergripande målet för statsskuldsvärlden skall vara att förvalta statens skuld så att kostnaden för skuldsvärlden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i svärlden beaktas. Därutöver skall svärlden ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Skillnaderna mellan de mål för statsskuldsvärlden som utredningen föreslog och de målförslag som sedan presenterades i propositionen är dock tydliga. I utredningen fastslås det att de övergripande målen för statsskuldsvärlden bör vara skatteutjämning, trovärdighet och marknadsvård. Regeringens instämmer visserligen i propositionen att trovärdighet och marknadsvård är viktiga mål men att det övergripande målet bör vara långsiktig kostnadsminimering med hänsyn till risk. Men målet rörande skatteutjämning anses inte vara lämpligt på grund av det dåliga empiriska underlaget rörande sambanden mellan portföljstrategier och nettoeffekten på skattetrycket. Dessutom menar regeringen i propositionen att om statsskuldsvärlden bedrivs med fokus på kostnadsminimering bidrar detta till möjligheterna att hålla ett lägre skattetryck.

Med bakgrund av ovanstående skillnad i målformulering är det naturligt att fundera över vilket stabilitetsansvar Riksgäldskontoret borde ha ur ett skatte- och statsfinansperspektiv.

2.2 Diskussion kring målet för statsskuldsvärdningen

I likhet med utredningen avseende den statliga upplåningen som inleddes 1995 framhåller även tidigare teoretiska internationella studier rörande statsskuldsvärdning, där Tobin (1963) var en av de första, den makroekonomiska stabiliteten som det primära målet för statsskuldsvärdning. I praktiken är dock det primära målet idag för de flesta länder i euroområdet, liksom för Riksgäldskontoret, att minimera upplåningskostnaderna med acceptabla risker. Det kan till viss del uppfattas som att Sveriges statsskuldspolitik ändå tar hänsyn till den makroekonomiska stabiliteten då regeringen bland annat i riktlinjebesluten för 2007 skriver att en skuldportfölj som normalt sett har låga kostnader när statsfinanserna är ansträngda är mindre riskfylld än en portfölj som har höga kostnader i ett sådant läge.

En intressant följd av den svenska målformuleringen, liksom många andra länders övergripande mål med statsskuldsvärdning, är att målet implicerar detta en ständig strävan att alltid uppnå en optimal portföljstrategi för statsskuldsvärdning. För Sverige innebär detta, givet nuvarande styrsystem, en strävan att hitta optimala målandelar och löptider.

Problematiken med det övergripande målet för Sveriges statsskuldsvärdning, vid sidan av diskrepanserna mot vissa teoretiska studier, är emellertid att det under sin nuvarande formulering är föremål för tvekydiga tolkningar rörande operationaliseringen, samt att målet är svårt att mäta och kvantifiera. Målformulering lämnar framförallt tre aspekter öppna för vidare förtydliganden; långsiktighet, kostnad och risk. I riktlinjebesluten beskrivs att riktlinjerna speglar regeringens syn på avvägning mellan kostnad och risk, men hur mycket högre kostnad man är villig att ta för att minska risken, alternativt hur mycket högre risk som kan accepteras för att minska kostnaden, och på vilken sikt, är öppet för diskussion. Risken med ett alltför otydligt och generellt mål är att det medför svårigheter att avgöra graden av måluppfyllelse och därmed kan ett alltför stort handlingsutrymme skapas för den part målet avser.

2.2.1 Kostnad

Kostnaden i målformuleringen definieras i propositionen 1997/98:154 som de periodiserade ränteutgifterna, vilket enligt riktlinjebesluten från och med 2000 ska mätas som den genomsnittliga emissionsräntan för statsskulden. Denna definition av kostnaden är tydlig och kan för varje vald portföljstrategi i efterhand kvantifieras.

2.2.2 Långsiktighet

Målet för statsskuldsvärdning har en inbyggd uttaland långsiktighet genom att kostnadsminimeringen som ska ske med hänsyn till risk är långsiktig. Det finns emellertid ingen tydlig definition på hur lång sikt som avses, vilket gör tidsperspektivet utifrån vilket riktlinjebeslut och analysmetoder ska granskas oklart.

En analys som genomfördes i riktlinjeförslagen 2005-2007, där kostnaden för val av olika löptider testades över en 25-årsperiod, indikerar att långsiktigheten åtminstone sträcker sig över en konjunkturcykel. Under 2006 gjordes även simuleringar 30 år framåt

i tiden där kostnad i förhållande till risk beräknades för olika löptider. Intressant är dock att analysen av simuleringsresultaten fokuserar på ett tidsperspektiv på ett respektive fem år, och att man utifrån dessa resultat drar slutsatser om vilka löptider som är lämpliga för statsskuldsvärdningen.

I syfte att skapa en långsiktighet i statsskuldspolitiken fattar även regeringen beslut om riktlinjer för de kommande tre åren, där riktlinjerna för de senare två åren betraktas som preliminära. Riktlinjebesluten fattas dock årligen för den rullande treårsperioden. Det finns med andra ord ingen tydlig definition av den långsiktighet som avses i målformuleringen. Inte heller tidsperspektivet som återspeglas i analyser och resonemang i riktlinjeförslag och riktlinjebeslut är entydigt. Det kan medföra svårigheter att avgöra huruvida en särskild portföljstrategi stödjer det övergripande målet för den svenska statsskuldsvärdningen.

Rekommendation 1

Regeringen rekommenderas att tydligare definiera och kvantifiera den långsiktighet som avses i det övergripande målet för statsskuldens förvaltning.

2.2.3 Risk

Det finns i huvudsak tre intressanta områden för diskussion rörande den risk som avses i det övergripande målet för statsskuldsvärdningen. För det första finns det ingen explicit definition av den risk som avses i målformuleringen för statsskuldsvärdningen i riktlinjebesluten. Riksgäldskontoret definierar däremot i förslaget till riktlinjer 2007-2009 behovet att kontrollera risken "att den genomsnittliga emissionsräntan, justerat för inflation och växelkursförändringar, inte blir för hög". Genom nuvarande styrsystem anger regeringen riktvärden för målandelar och löptid för att kontrollera denna risk. Vad som anses som en för hög genomsnittlig emissionsränta är lämnas dock obesvarat. Det kan vidare diskuteras huruvida denna riskdefinition snarare är att betrakta som en konsekvens av en eller flera risker, där ränterisk, växelkursrisk, inflationsrisk, refinansieringsrisk och likviditetsrisk är exempel på risker som kan medföra att den genomsnittliga emissionsräntan blir för hög. Beroende på vilken av dessa risker man vill fokusera på i beaktandet av risk vid kostnadsminimering, kan operationalisering av målet yttra sig på olika sätt. Storbritanniens skuldförvaltningsmyndighet (Debt Management Office, DMO), som har nästintill identiskt övergripande mål för skuldsvärdningen som Riksgäldskontoret, menar också att optimala skuldportföljstrategier varierar beroende på vilken risk som är i fokus.

Rekommendation 2

Regeringen bör på ett tydligt och strukturerat sätt identifiera och definiera de risker som avses i det övergripande målet för statsskuldsvärdningen.

För det andra framgår det tydligt redan i regeringens proposition 1997/98:154 att storleken på skulden naturligtvis har en direkt påverkan på den absoluta risken i portföljen. Detta har i statsskuldsvärdningen fått till följd att regeringens riskaversion och därmed optimala portföljstrategier uppenbart varierar med storleken på skulden i förhållande till statsfinanserna. I och med detta ändras således relationen mellan kostnad

och risk med statsskuldens storlek, det vill säga hur stor riskökning man är beredd att ta för en viss kostnadsminskning eller vice versa. Det framgår dock inte helt tydligt i riktlinjeförslag och riktlinjebeslut hur Riksgäldskontoret och regeringen resonerar kring riskaversionen som funktion av statsfinanserna. I riktlinjeförslaget och riktlinjebeslutet för 2008 diskuteras relativt utförligt, dock utan att resultera i några konkreta slutsatser rörande regeringens riskaptit.

Rekommendation 3

Regeringen rekommenderas att ytterligare förtydliga den riskaptit ligger till grund för riktlinjebesluten, i förhållande till statsfinanserna och statsskuldens storlek.

Ett tredje perspektiv med avseende på risk som skulle vara intressant att belysa är vilka typer av chock som statsskuldförvaltningen och tillhörande portföljstrategi ska kunna klara av. En finansiell chock, eller en chock av något annat slag, skulle kunna påverka såväl statens upplåningsbehov som marknadsräntor, inflation och växelkurser och därmed påverka uppfyllelsen av det övergripande målet för statsskuldförvaltningen. Exempel på finansiella chocker skulle kunna vara en bojkott av svenska värdepapper eller ett kraftigt skenande budgetunderskott.

Rekommendation 4

Regeringen och Riksgäldskontoret rekommenderas att explicit definiera tänkbara chocker som statsskuldförvaltningen med tillhörande portföljstrategi bör kunna motstå.

2.3 Slutsatser

Den övergripande målformulering som idag ligger till grund för den svenska statsskuldförvaltningen, och många andra länders statsskuldsvärdare, lämnar mot bakgrund av ovanstående resonemang flera aspekter öppna för vidare tolkning. Målet som sådant flyttar fokus från de stabiliserande effekter på statsfinanserna som många teoretiker och nationalekonomer anser att statsskuldsvärdningen bör ha. Istället lyfts långsiktighet, kostnadsminimering och riskbeaktande fram som primära fokusområden, i likhet med många andra statsskuldsvärdare. Dessa fokusområden är dock relativt vaga och kan beroende på konkretisering resultera i olika operationaliseringar av målet.

Såsom målet är formulerat innebär detta en ständig strävan efter optimala portföljstrategier med avseende på kostnadsminimering med hänsyn till risk. I styrnings och uppföljningssammanhang medför detta att diskussioner kring huruvida en vald portföljstrategi är optimal eller inte måste föras.

Regeringen och Riksgäldskontoret rekommenderas således att i allmänhet se över dagens övergripande målformulering för statsskuldsvärdningen och i synnerhet ytterligare konkretisera innebörden av nuvarande formulering med avseende på långsiktighet, kostnad och risk. En tydlig konkretisering av målet inom dessa områden kommer att tydliggöra sambandet mellan riktlinjebeslut, analysmetoder och övergripande mål, samt förenkla bedömningar rörande målnöjdhetsuppfyllelse.

3 Processen för statsskuldspolitiken

Processen för statsskuldspolitiken, som på en övergripande nivå beskrivs i inledningen av denna rapport, resulterar varje år i ett flertal rapporter och skrivelser. Dessa beskriver på ett transparent sätt de resonemang och analyser som utgör underlag till de slutliga riktlinjebesluten. I jämförelse med andra statsskuldsförvaltare är tillgängligheten på information rörande Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden god.

För att få en heltäckande bild av bakgrunden till ett års riktlinjebeslut räcker det emellertid inte att enbart studera riktlinjeförslagen, utvärderingsunderlaget och skrivelserna från året innan. Samtliga dokument och skrivelser sedan den nya beslutstrukturen sattes 1998 måste studeras för att en utomstående fullt ut ska förstå sammanhangen och orsakerna till dagens riktlinjebeslut. All relevant information som behövs för att förstå utvecklingen av en analysmetod eller bakgrunden till ett riktlinjebeslut flyttas således inte över till nya dokument på ett sätt som gör att rapporterna och skrivelserna kan läsas helt fristående.

Så länge detta sätt att dokumentera och rapportera bibehålls kommer problematiken för utomstående att förstå bakgrunden och utvecklingen av riktlinjebesluten att kvarstå. Tillsammans med en svårtolkad formulering av det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen medför detta svårigheter att bedöma förvaltningen av statsskulden.

I ljuset av detta rekommenderas regeringen och Riksgäldskontoret att överväga framtagandet av en komplett sammanfattande skrivelse som ger läsaren och bättre helhetsbild av bakgrunden och utvecklingen av riktlinjebesluten. Med fördel borde ett sådant dokument hållas levande och uppdateras efter behov för att alltid förmedla en komplett helhetsbild av riktlinjebesluten och de förutsättningar och analysresultat som har legat till grund för desamma.

Rekommendation 5

Regeringen och Riksgäldskontoret bör överväga att ta fram en komplett sammanfattande skrivelse rörande bakgrunden och utvecklingen av riktlinjebesluten.

4 Analysmetoder

Syftet med granskningen av analysmetoder är som tidigare nämnts att avgöra hur dessa kan utvecklas för att förbättra styrning och uppföljning av statsskuldförvaltningen, givet nuvarande styrsystem med styrning av andelar och löptid för statsskulden. Diskussionen i kapitel 2 fastställer att granskningen av såväl analysmetoder som riktlinjebeslut måste göras i beaktande av det övergripande målet för statsskuldförvaltningen. Ur ett styrnings- och uppföljningsperspektiv är det således önskvärt att analysmetoder kopplar skuldandelar och löptid till kostnader och risker. Denna granskning berör därmed i första hand de analysmetoder som gör denna koppling.

Granskningen av Riksgäldskontorets och regeringens analysmetoder kan för enkelhetens skull delas upp i metoder för styrning respektive metoder för uppföljning. Givetvis finns det ingen tydlig gräns mellan dessa två typer av analysmetoder eftersom de resultat som erhålls från en uppföljning av statsskuldförvaltningen ofta, direkt eller indirekt, kan användas som input till styrningen av densamma. Det kan emellertid diskuteras huruvida syftet med styrningen skuldförvaltningen är detsamma som syftet med uppföljningen. Styrningen kan tolkas i huvudsak syfta till att bestämma en optimal portföljstrategi med målandelar och löptidsmål för statsskulden. Uppföljningen däremot syftar till att visa till vilken grad målet för statsskuldförvaltningen är uppfyllt samt hur de aktiva beslut som fattats har påverkat måluppfyllelsen. Befintliga analysmetoder presenteras således enligt denna uppdelning.

Detta kapitel inleds med en övergripande diskussion kring vad som skulle kunna förväntas av de analysmetoder som används under de givna förutsättningarna. Därefter presenteras översiktligt de befintliga analysmetoder som ligger till grund för den styrning och uppföljning av statsskuldförvaltningen som bedrivs idag. Detta följs slutligen av resonemang rörande hur befintliga analysmetoder skulle kunna utvecklas och kompletteras för att ytterligare förbättra styrningen och uppföljningen.

4.1 Förväntningar på analysmetoder

Mot bakgrund av rådande styrsystem och målformulering är det rimligt att anta att de analysmetoder som används i styrning och uppföljning av statsskuldförvaltningen ska ge svar på huruvida en viss portföljstrategi uppfyller skuldförvaltningens övergripande mål eller ej. Det kan med andra ord förväntas att analysmetoder för styrning av skuldförvaltningen bör ge indikationer på hur olika skuldandelar och val av löptid påverkar kostnaden för statsskuldförvaltningen i relation till den motsvarande risken. På liknande sätt kan det förväntas att analysmetoder för uppföljning av statsskuldförvaltningen ger information om graden av måluppfyllelse samt hur de strategiska beslut som fattats av Riksgäldskontoret under året har påverkat måluppfyllelsen.

4.2 Analysmetoder för styrning

Inledningsvis kan det nämnas att de analysmetoder som ligger till grund för styrningen av målandelar och löptid inte används kontinuerligt inför varje

riktlinjeförslag/riktlinjebeslut. Ofta har Riksgäldskontoret på uppdrag av regeringen gjort en särskild analys inom ett område i syfte att klargöra en viss frågeställning.

Det sammanlagda löptidsmålet för statsskulden bygger i riktlinjerna för 2007 delvis på resultaten från en simuleringsmodell som utfördes i samband med riktlinjeförslagen samma år. Kortfattat innebar denna simulering att kostnaden och risken för olika löptider i statsskulden beräknades genom att simulera den framtida utvecklingen av räntor, växelkurser och inflation med hjälp av stokastiska processer. Risken beräknades genom att ta fram Running Yield at Risk (RYaR), vilket bestäms som skillnaden mellan den förväntade kostnaden (relativt statsskulden) och den kostnad som skuldförvaltningen med 95 procent sannolikhet inte kan gå över ett givet år. Under 2002-2003 implementerades en stokastisk simuleringsmodell i syfte att hitta en lämplig skuldfördelning med avseende på kostnad och risk. Tillsammans med kvalitativ analys av vad som kan anses som lämpliga målandelar ligger resultaten från denna modell till grund för målandelarna i de senaste årens riktlinjebeslut.

Det kan också nämnas att i riktlinjeförslaget 2008 utför Riksgäldskontoret en analys av hur portföljstrategierna för statsskulden kan påverkas av en betydligt minskande statsskuld. Den analys som görs baseras framförallt på ett omfattande resonemang av kvalitativ karaktär där en minskande statsskuld påverkan på portföljstrategier utvärderas utifrån såväl ett kostnads- och riskperspektiv som ett marknads- och skuldvårdsperspektiv.

4.3 Analysmetoder för uppföljning

Som övergripande mått på risken i statsskuldportföljen används i huvudsak endast löptidsutvecklingen i form av räntebindningstid samt skuldens förfalloprofil. Behovet av att hitta ett lämpligt övergripande riskmått har dock varit uppenbart de senaste åren. I riktlinjeförslaget för 2004 tog Riksgäldskontoret fram ett nytt kvantitativt mått på riskerna i statsskulden kallat Cost at Risk (CaR), vilket kvantifierar risken att skuldens löpande räntekostnader ska bli högre än förväntat. CaR bygger på samma metodik som RYaR med skillnaden att CaR är det absoluta måttet på skillnaden mellan förväntad kostnad och den kostnad som statsskuldskörelsen med 95 procents sannolikhet inte överstiger. I samma riktlinjeförslag föreslogs att detta mått skulle användas som såväl en indikator på risken i statsskuldportföljen som ett uppföljningsinstrument. Under 2004 utvecklade Riksgäldskontoret måttet genom att göra antagandena om skulden mer verklighetsnära och kassaflödesbaserade. Detta mått presenterades i det kommande utvärderingsunderlaget för statsskuldens förvaltning som Cash Flow at Risk (CFaR) men slutade sedan att användas i utvärderingssammanhang.

Uppföljningen i övrigt handlar till stor del om att visa hur upplåningen har hanterats under det gångna året vilket snarare kan betraktas som en redovisning än en analysmetod. Ett nyckeltal av mer analytisk karaktär som emellertid beräknas i detta sammanhang är teckningskvoten på de obligationer och statsskuldväxlar som emitteras under året. Teckningskvoten beskriver inkommen budvolym i förhållande till utbudet emissionsvolym och kan därav tolkas som en indikator på likviditeten och refinansieringsmöjligheterna på marknaden. Tenderar teckningskvoten exempelvis att

minska över tiden är detta ett tecken på att efterfrågan av utbudna statspapper har minskat och Riksgäldskontoret kan därmed utsättas för problem att refinansiera statsskulden framöver.

Analysmetoderna som används i uppföljningen av Riksgäldskontorets strategiska beslut ställer målandelar och löptid i relation till kostnad och risk. De är utformade så att kostnadseffekten av såväl avvikelser från amorteringstakt som förändringar i valutfördelning och löptid beräknas. Effekter på risken som de strategiska besluten har haft kvantifieras emellertid ej på grund av frånvaron av ett lämpligt riskmått. Diverse kvalitativa resonemang rörande den effekt som de strategiska besluten har på risken förs dock ibland.

4.4 Utvecklingsområden

Ovanstående övergripande beskrivning av befintliga analysmetoder tillsammans med diskussionen rörande statsskuldsvårighetens övergripande mål tydliggör att ett riskjusterat kostnadsmått för statsskuldportföljen skulle förbättra både uppföljning och styrning av statsskuldsvårigheten, framförallt för att bestämma hur optimal en portföljstrategi är. Problematiken, såsom tidigare belysts, är dock svårigheten i att mäta den totala risken, varför de befintliga analysmetoderna till stor del bygger på kvalitativa resonemang där kostnad ställs mot risk. Denna typ av resonemang är ofta kryddat med ett stort mått av subjektivitet och är därmed svårt att utvärdera objektivt. Till detta kommer också den otydlighet kring vad det är för risk som är mest intressant att beakta. Utan en tydlig definition av risken blir det naturligtvis svårt att utveckla metoder som mäter och analyserar risken i en portföljstrategi.

Trots svårigheten att mäta risken i statsskuldportföljen lämnar befintliga analysmetoder utrymme för utveckling och förbättring. En grundförutsättning i de diskussioner rörande utveckling av analysmetoder som presenteras nedan är uppfattningen om att fler referenspunkter i uppföljnings- och styrningssammanhang skulle förbättra diskussionsunderlaget i de kvalitativa resonemangen.

Rekommendation 6

Generellt i styrnings- och uppföljningssammanhang bör regeringen och Riksgäldskontoret överväga att använda sig av fler relevanta referenspunkter som stöd i de kvalitativa resonemangen.

4.4.1 Ickebeslut

Granskningen av hur utvärdering och uppföljning genomförs av Riksgäldskontoret och regeringen visar tydligt att fokus ligger på att analysera och utvärdera de riktlinjebeslut och de strategiska beslut som faktiskt fattas. Dessa beslut utvärderas ofta kvalitativt i förhållande till portföljstrategin som gällde innan beslutet fattades. Genom att i huvudsak endast fokusera på utvärdering av faktiska beslut hamnar alla ickebeslut, det vill säga de beslut som inte fattades, i skymundan.

En nackdel med att inte ta ickebesluten i beaktande i uppföljningssammanhang är att incitamenten för aktivt beslutsfattande kan påverkas negativt. Att endast bli utvärderad för de beslut som fattas och inte också bli utvärderad för de beslut man inte fattar eller kanske borde ha fattat kan ha en hämmande effekt på beslutsfattandet inom statsskuldspolitiken och statsskuldförvaltningen.

Ett sätt för att komma runt denna problematik är en ansats för att även utvärdera ickebesluten. Det kan till exempel uppnås genom att i riktlinjeförslagen och i de strategiska besluten tydliggöra de olika val av portföljstrategier som finns att tillgå samt resonera kring varför vissa strategier förkastas och varför andra är mer tilltalande. Den ökade transparens som sådana resonemang medför kommer sedan i ett uppföljningssammanhang att på ett helt annat sätt underlätta utvärderingen av ickebesluten, och således minska fokus på att endast följa upp de faktiska besluten.

Rekommendation 7

Regeringen och Riksgäldskontoret rekommenderas att även utvärdera ickebeslut i uppföljningen av statsskuldförvaltningen.

4.4.2 Risk- och kostnadsmått

Behovet av ett kvantifierbart mått på risken i statsskuldsporföljen har redan fastställts och kan exemplifieras med de senaste årens försök att hitta ett mått som direkt rangordnar olika portföljstrategier efter den grad av måluppfyllelse de förväntas ha. De måtten som avses här är framförallt CaR, CFaR och RYaR. Emellertid visar det sig att CaR och RYaR direkt ligger till grund för nuvarande riktlinjer rörande statsskuldens löptid genom den simulering som genomfördes i riktlinjeförslaget för 2007. Detta trots att måttet övergavs som indikator på risken och uppföljningsinstrument efter utvärderingsunderlaget för 2004 års statsskuldförvaltning. En tänkbar orsak till att CaR slutade användas är att bakom måttet döljer sig en mängd antaganden rörande bland annat ränteutvecklingen, lutningen på räntekurvan, osäkerheten i valutakurser och korrelationsantaganden mellan räntor, växelkurser och inflation. Dessa antagande tillsammans med andra simuleringsmässiga val som krävs för att beräkna CaR och RYaR gör att det slutliga värde som erhålls och de slutsatser som görs utifrån detsamma måste användas med viss försiktighet. Är man dock medveten om de faktorer som ligger bakom måtten kan dessa utgöra värdefulla referenspunkter i styrningssammanhang.

Beträffande styrningen av statsskuldförvaltningen används alltså redan dessa mått vid analyser av val av löptider. Detta skulle med fördel kunna kompletteras genom att även låta skuldandelarna variera och därigenom ge värdefull input till hur valet av målandelar påverkar den totala risken i statsskulden, i termer av de risker som CaR och RYaR omfattar. I enlighet med föregående avsnitt skulle dessa riskmått med andra ord ge stöd i valet av portföljstrategi. Även om CaR och RYaR inte representerar alla de risker som är intressanta att ta i beaktande kan dessa mått ge ytterligare referenspunkter i det kvalitativa resonemang som riktlinjebesluten idag framförallt baseras på. Andra länder som Danmark, Nya Zeeland och Brasilien använder "at-Risk" ansatser som stöd i styrning och uppföljning. Till exempel är de portföljstrategier som styr förvaltningen av

den danska statsskulden till stor del baserade på de resultat som den egenutvecklade CaR-modellen ger.

Rekommendation 8

Regeringen och Riksgäldskontoret rekommenderas att även använda CaR- och RYaR-måtten för att utvärdera hur valet av målandelar påverkar risken i statsskulden.

Ur ett uppföljningsperspektiv skulle CaR- och RYaR-måtten framförallt kunna användas som indikatorer på risken i statsskuldportföljen. Genom att från år till år presentera utvecklingen av kvantitativa riskmått, såväl i absoluta (CaR mäter risken i kronor) som i relativa (RYaR mäter risken i procent av statsskulden) termer, ökar trycket att förklara de orsaker som ligger bakom förändringen i risk. Samtidigt blir de kvalitativa resonemangen och analyserna lättare att ta till sig med kvantitativa riskmått som stöd. Ytterligare en positiv effekt av att mer konsekvent börja använda CaR och RYaR, eller liknande mått på risken, är att regeringen erbjuder ett verktyg som möjliggör att på ett kvantitativt sätt uttrycka den riskaptit man anser sig ha.

Rekommendation 9

Regeringen och Riksgäldskontoret rekommenderas att använda CaR- och RYaR-måtten i uppföljningssammanhang som indikatorer på risken i statsskuldportföljen.

En annan iakttagelse, i termer av kostnadsmått, är trots att det övergripande målet med statsskuldförvaltningen är kostnadsminimering med hänsyn till risk och där kostnaden definieras som den genomsnittliga emissionsräntan, redovisas och analyseras inte den genomsnittliga emissionsräntan av den totala statsskuldportföljen i uppföljningen av statsskuldens förvaltning. Med avseende på graden av måluppfyllelse kan tyckas att detta bör vara en av de första punkterna som följs upp. Ett annat mått på statsskuldförvaltningens kostnad som kan vara av intresse är skuldens kostnad i relation till bruttonationalprodukten (BNP). BNP kan i detta sammanhang fungera som en indikator på statens finanser och att sätta statsskuldens kostnader i relation till BNP kan ge en antydning om hur påfrestande statsskulden är för staten. I riktlinjebeslutet för 2008 redovisas just kostnaden för statsskulden i relation till BNP och det skulle fortsättningsvis även kunna inkluderas i uppföljnings- och utvärderingssammanhang för att påvisa statsskuldens inverkan på statsbudgeten.

Rekommendation 10

Regeringen och Riksgäldskontoret rekommenderas i uppföljningen av statsskuldförvaltningen presentera och analysera statsskuldens genomsnittliga emissionsränta samt statsskuldens kostnad i relation till BNP.

4.4.3 Antaganden

Enligt avsnittet ovan bygger den simuleringsmodell som ligger till grund för CaR- och RYaR-beräkningarna på ett flertal antaganden rörande alltifrån räntornas, växelkursernas och inflations volatilitet till deras inbördes korrelation. Även många av de kvalitativa resonemang som förs i samband med analyser av olika portföljstrategier och

argumentation för riktlinjeförslag och riktlinjebeslut bygger olika antaganden rörande bland annat räntekurvans lutning och regeringens risk- och kostnadspreferenser. Många av dessa antaganden är direkt avgörande för utformningen av det beslut de ligger till grund för. Det är av denna anledning kritiskt att kontinuerligt utvärdera och följa upp de antaganden som görs, såväl i simuleringsmodeller som i kvalitativa resonemang, för att säkerställa att deras rimlighet.

Rekommendation 11

Regeringen och Riksgäldskontoret rekommenderas att kontinuerligt utvärdera de antaganden som ligger till grund för båda kvantitativa och kvalitativa analysmetoder.

4.4.4 Duration och räntebindningstid

I kapitel 5 beskrivs att måttet för löptid ändrades i riktlinjebeslutet 2006 från duration till räntebindningstid. Anledningen var att duration inte ansågs vara lämpligt som styrmått för löptiden då durationen direkt varierar med räntenivån och blir därmed svår för Riksgäldskontoret att följa på ett kostnadseffektivt sätt.

Samtidigt som genomsnittlig räntebindningstid infördes som nytt styrmått på löptiden ändrades även sättet att mäta löptiden i ett uppföljningssammanhang till genomsnittlig räntebindningstid från det tidigare durationsmåttet. För att följa upp huruvida löptidsmålet har uppfyllts eller inte är det en nödvändighet men som ett mått på refinansieringsrisken i statsskulden är durationen ett lämpligare mått än genomsnittlig räntebindningstid. Det beror på att durationen tar hänsyn till nivån på räntan. Stiger räntenivåerna kommer de förväntade framtida kostnaderna för statsskulden att öka genom att refinansieringen blir dyrare. Durationen ger direkt en indikation på det genom att den minskar med stigande räntenivåer till skillnad från räntebindningstiden.

Konklusionen är, i beaktande av ovanstående resonemang, en rekommendation att återinföra durationsmåttet i styrning och uppföljning av statsskuld förvaltningen, i egenskap av riskmått snarare än styrmått, och behålla genomsnittlig räntebindningstid som styrmått på löptiden

Rekommendation 12

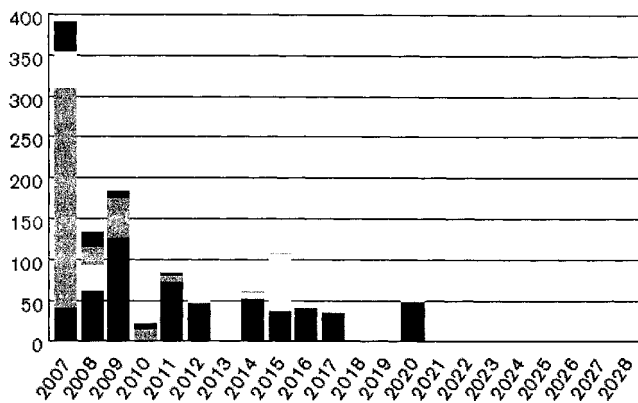
Regeringen och Riksgäldskontoret rekommenderas att införa durationsmåttet i styrning och uppföljning av statsskuld förvaltningen, som ett mått på risken i statsskuldportföljen.

4.4.5 Förfalloprofilen

Regeringen och Riksgäldskontoret betonar i skrivelser och rapporter att refinansieringsrisken är en betydande risk inom statsskuld förvaltningen. En indikation på detta är bland annat den förfalloprofilsrestriktion som tidigare tillämpades där inte mer än 25 procent av statsskulden får förfalla inom de närmaste 12 månaderna. Som styrinstrument ansågs dock inte denna restriktion som nödvändig och avskaffades i riktlinjebeslutet 2004. Motivationen var framförallt att refinansieringsrisken automatiskt begränsas genom en väl genomtänkt statsskuld förvaltning samt att det nya måttet CaR infördes som riskindikator och uppföljningsinstrument.

Diagram 1: Statsskuldens förfalloprofil den 31 december 2006

Miljarder kronor



Källa: Riksgäldens underlag till utvärdering av statsskuldsförvaltningen 2006

CaR-måttet ger dock inte direkt svar på hur förfalloprofilen ser ut och måttet används heller inte i uppföljningssammanhang i dagsläget. I Riksgäldskontorets underlag till utvärdering av statsskulden redovisas förvisso hela statsskuldens förfalloprofil, enligt Diagram 1 ovan, men det kan vara svårt att bedöma hur stor refinansieringsrisk som denna profil medför. Genom att komplettera förfalloprofilen med det mått som låg till grund för tidigare förfalloprofilsrestriktion, det vill säga hur stor del av statsskulden som förfaller inom de närmaste 12 månaderna, skulle förståelsen för förfalloprofilens utveckling i termer av refinansieringsrisk kunna förbättras.

Rekommendation 13

Regeringen och Riksgäldskontoret rekommenderas att komplettera statsskuldens förfalloprofil med det mått som beskriver hur stor del av statsskulden som förfaller inom de närmaste 12 månaderna.

4.4.6 Stresstester och scenarioanalyser

Bland skuld- och tillgångsförvaltare inom den privata sektorn har riskhantering blivit en allt viktigare komponent på ledningens agenda. Vid portföljutvärdering är stresstester vanligt förekommande hjälpmedel för att kvantifiera risken i portföljen. Syftet är vanligen att uppskatta hur olika portföljstrategier hanterar extrema, men ändå sannolika, scenarier.

Även andra statsskuldsförvaltare genomför kontinuerligt stresstester och scenarioanalyser för att testa statsskuldspportföljen och olika portföljstrategier. IMF och Världsbanken skriver i sina riktlinjer rörande statsskuldsförvaltning från 2003 att cirka 60 procent av de länder som deltog i casestudien som låg till grund för riktlinjerna använder stresstester för att analysera marknadsriskerna. Den danska

statsskuldsvårigheten genomför till exempel återkommande stresstester för att simulera förändringar i statsbudgeten och lånebehovet. I praktiken används då den egenutvecklade CaR-modellen för att utvärdera stresstesternas påverkan. Riksgäldskontoret genomförde även själva ett stresstest i riktlinjeförslaget 2005 i samband med en analys rörande löptid i förhållande till kostnader. Stresstestet byggde på att två valda skuldportföljstrategier jämfördes mot varandra utifrån definierade krisscenarier.

För att bättre förstå hur valda målandelar och löptid för statsskulden påverkar risken i statsskuldportföljen skulle ett mer kontinuerligt användande av väl definierade och anpassade stresstester och scenarioanalyser kunna vara ett värdefullt komplement till regeringens och Riksgäldskontorets befintliga analysmetoder. Det är viktigt att de scenarier som ligger till grund för sådana stresstester är väl anpassade till statsskuldsvårigheten och den omvärld med medföljande risker som förvaltningen verkar i. Ett scenario som skulle vara intressant att utvärdera i dagsläget, när lutningen på räntekurvan i princip är flack, är hur statsskulden med nuvarande portföljstrategi skulle påverkas om lutningen på räntekurvan blir negativ. Utvecklingen av stressscenarier bör även beakta de chocker som systemet/portföljstrategin är tänkt att motstå. För att underlätta tolkningen av resultaten från stresstester är det också viktigt att på förhand definiera ett på önskvärt utfall av testerna.

Rekommendation 14

Regeringen och Riksgäldskontoret rekommenderas att utveckla och kontinuerligt använda väldefinierade och välanpassade stresstester och scenarioanalyser för att utvärdera olika portföljstrategier och mäta risken i statsskulden.

Ett ytterligare exempel när stresstester och scenarioanalyser skulle kunna hjälpa och stödja mer kvalitativa analysmetoder och resonemang är vid den analys rörande den minskande statsskuldens inverkan på portföljstrategierna som utfördes i riktlinjeförslaget 2008. Den omfattande diskussion som fördes belyste många intressanta aspekter, däribland hur regeringens riskaptit förändras med en minskande statsskuld samt de effekter en förhållandevis liten statsskuld kan få ur ett likviditetsperspektiv. Analysens slutsatser kan uppfattas som något vaga, där målandelar och löptid föreslås förbli oförändrade inom en överskådlig framtid men att det i ljuset av de starkare statsfinanserna kan finnas anledning till att eventuellt förändra valutaskuldens sammansättning. En omfördelning av valutaskulden i riktning mot valutor som har en lägre förväntad kostnad och samtidigt en högre risk skulle kunna reducera kostnaderna för statsskuldens förvaltning ytterligare. Genom att komplettera denna analys med genomtänkta och välanpassade stresstester och scenarioanalyser skulle olika portföljstrategier kunna utvärderas på ett mer kvantitativt sätt och därmed möjligen förbättra det underlag som slutsatserna baseras på.

4.5 Slutsatser

Granskningen av regeringens och Riksgäldskontorets analysmetoder vid styrning och uppföljning av statsskuldsvårigheten visar att de metoder som används idag framförallt baseras på resonemang och diskussioner av kvalitativ karaktär. Detta beror på svårigheter att kvantifiera risken och därmed också utmaningen att bedöma avvägningen

mellan kostnad och risk. Därmed ger befintliga analysmetoder ingen tydlig indikation på graden av måluppfyllelse eftersom bedömningen av huruvida kostnadsminimering med hänsyn till risk har uppnåtts är svår att göra med endast kvalitativa resonemang som grund.

Flera försök har gjorts att implementera riskmått som kvantitativt åtminstone mäter en del av de risker som regeringen anser att statsskuldsförvaltningen bör ta hänsyn till. Ett sådant mått är CaR eller RYaR som faktiskt också ligger till grund för dagens riktlinjer avseende löptid. För att komplettera såväl styrning och uppföljning av statsskuldens förvaltning skulle detta mått kunna användas i en större utsträckning där även portföljstrategier med olika målandelar testas och risken i skulden årligen redovisas och analyseras utifrån måttets storlek och utveckling.

Allmänt kan det anses att när statsskuldsförvaltningen ska styras och följas upp är det önskvärt att ha fler relevanta referenspunkter tillgängliga som stöd i kvalitativa resonemang som förs, särskilt när statsskuldsförvaltningen av naturen är så pass komplex. I ljuset av detta har granskningen av analysmetoder funnit flera utvecklingsområden där bland annat kontinuerligt användande av stresstester och scenarioanalyser kan ge värdefull information rörande olika portföljstrategiers egenskaper i skilda situationer.

En annan intressant observation som granskningen resulterade i är den lilla uppmärksamhet ickebeslut får i såväl styrning som uppföljning av statsskuldsförvaltningen. Detta kan få en hämmande effekt på det aktiva beslutsfattandet inom statsskuldspolitiken och det bör därför övervägas att på ett mer transparent sätt utvärdera alternativa portföljstrategier och strategiska beslutssituationer i både styrnings- och uppföljningssammanhang.

5 Riktlinjebesluten för statsskuldens förvaltning 2003-2007

Granskningen av riktlinjebesluten syftar till att avgöra huruvida dessa var lämpliga och riktiga utifrån gällande förutsättningar vid den tidpunkt då besluten fattades. Det har också fastställts att granskningen av riktlinjebesluten, liksom granskningen av analysmetoderna, med fördel görs i beaktande av det övergripande målet för statsskuldens förvaltning. Med detta som utgångspunkt inleds detta kapitel med en övergripande beskrivning av riktlinjebesluten under 2003-2007 samt av utfallet av statsskuldens förvaltning 2002-2006. Därefter följer den faktiska granskningen av riktlinjebesluten uppdelat i valutaskulden, reala kronskulden, nominella kronskulden, löptid, marknads- och skuldvard, upplåning på privat marknaden samt positionstagande.

5.1 Riktlinjebeslutens utveckling 2003-2007

Utvecklingen av riktlinjebesluten under perioden 2003-2007 beskrivs översiktligt i Tabell 1 nedan. Statsskulden ska enligt riktlinjebesluten bestå av valutaskuld, real kronskuld samt nominell kronskuld. Portföljtänkandet ska verka för diversifiering och på det sättet minska skuldens totala risk. I riktlinjebesluten 2003-2004 saknades ett procentuellt andelsönskemål, men grundtankarna har sedan 2001 varit att minska valutaskulden och öka andelen real kronskuld med den nominella kronskulden som restpost. År 2005 sattes det långsiktiga fördelningsmålet till 15 % utländsk valuta, 20-25 % real kronskuld och resterande i nominell kronskuld. Statsskuldens målandelar har under perioden styrts för att minska andelen valutaskuld samtidigt som andelen real kronskuld ökas. I riktlinjerna för 2007 beslutade regeringen om ett nytt mått, Skuldens Summerade Kassaflöden (SSK), för att mäta skuldens andelar. Tidigare beräknades andelarna på skuldens faktiska belopp men i och med SSK gör regeringen en kassaflödesansats för att mer rättvisande mäta skuldens andelar. Den nya modellen innebär efter omräkningen att befintliga andelar förändras och störst förändring sker i andelen real kronskuld som med det nya måttet snabbt närmar sig sitt mål på 25 % (25 % SSK motsvarar ungefär 20 % okonsoliderad skuld).

Tabell 1: Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2003-2007

RIKTLINJER	2003	2004	2005	2006	2007
Målandelar	<i>(okons. skuld)</i>	<i>(okons. skuld)</i>	<i>(okons. skuld)</i>	<i>(okons. skuld)</i>	<i>(SSK)</i>
Valutaskuld	Minskning	Minskning	15%	15%	15%
Nominell kronskuld	Motsv. lånebehovet	Motsv. lånebehovet	60-65%	65%	60%
Real kronskuld	Långsiktig ökning	Långsiktig ökning	20-25%	20%	25%
Amortering					
Valutaskuld	25 ± 15 miljarder	25 ± 15 miljarder	25 ± 15 miljarder	25 ± 15 miljarder	40 ± 15 miljarder
Nominell kronskuld	-	-	-	-	-
Real kronskuld	-	-	-	-	-
Löptid	<i>(duration)</i>	<i>(duration)</i>	<i>(duration)</i>	<i>(räntebindningstid)</i>	<i>(räntebindningstid)</i>
Valutaskuld	} 2,7 ± 0,3 år	} 2,7 ± 0,3 år	} 2,5 ± 0,3 år	} 3,1 år	} 4,7 år
Nominell kronskuld					
Real kronskuld	> 5 år	> 5 år	n/a	n/a	

För att styra den takt med vilken den långsiktiga minskningen av valutaskulden ska uppnås beslutar regeringen om riktlinjer rörande storleken på valutaamorteringarna. Dessa riktlinjer har inte förändrats nämnvärt över granskningsperioden. Amorteringsbeloppet har legat på 25 miljarder med ett avvikelsemandat på ± 15

miljarder fram till 2007 då regeringen beslutat att öka amorteringstakten till 40 miljarder med bibehållet avvikelsemandatet på ± 15 miljarder. Skuldens löptid har under perioden förkortats något och durationsmålet ersattes 2006 av räntebindningstid och avvikelseintervallet togs bort. Nämnvärt är att fram till 2007 har endast valutaskulden och den nominella kronskulden inkluderats i durationen men 2007 beslutade regeringen att det nya måttet, räntebindningstid, även ska inkludera den reala skulden.

Under granskningsperioden har även några riktlinjebeslut tillkommit och några fallit bort. Under 2004 togs ett riktlinjebeslut rörande skuldens förfalloprofil bort, bland annat på grund av ett nytt mått togs fram vilket har diskuterats mer utförligt i kapitel 4. I 2006 års riktlinjer lade regeringen till beslut kring marknads- och skuldvärd och år 2007 lade man även in beslutet som berör privatmarknadsupplåning.

Tabell 2: Utfall av statsskuldens förvaltning 2002-2006

UTFALL	2002	2003	2004	2005	2006
Skuldandelar	<i>(okons. skuld)</i>	<i>(okons. skuld)</i>	<i>(okons. skuld)</i>	<i>(okons. skuld)</i>	<i>(okons. skuld)</i>
Valutaskuld	32%	27%	24%	23%	21%
Nominell kronskuld	56%	59%	61%	61%	62%
Real kronskuld	12%	14%	15%	16%	17%
Amortering					
Valutaskuld	-	25 miljarder	25 miljarder	20 miljarder	18 miljarder
Nominell kronskuld	-	-	-	-	-
Real kronskuld	-	-	-	-	-
Löptid	<i>(duration)</i>	<i>(duration)</i>	<i>(duration)</i>	<i>(duration)</i>	<i>(räntebindningstid)</i>
Valutaskuld	} 2,7 år	} 2,7 år	} 2,7 år	} 2,5 år	} } 3,0 år
Nominell kronskuld					} } 3,0 år
Real kronskuld					} } 4,9 år

De faktiska utfallet av statsskuldens förvaltning presenteras i Tabell 2 ovan där faktiska skuldandelar, amorteringsbelopp och löptider presenteras för perioden 2002-2006. I enlighet med riktlinjerna har andelen valutaskulden långsamt minskat samtidigt som andel real kronskuld successivt har ökat. Mandatet att avvika från bestämd amorteringstakt har använts 2002, 2005, samt 2006.

5.2 Granskning av riktlinjebesluten

Utgångspunkten för granskningen av riktlinjebesluten är de förutsättningar som gällde vid den tidpunkt då riktlinjebesluten fattades. Det innebär att både allmänna makroekonomiska förhållanden och andra aspekter såsom statsfinanserna och statsskuldens förvaltningens övergripande mål tas i beaktande.

Vid granskningen av riktlinjebeslutens valda målandelar för respektive skuldslag bör det framhållas att formuleringen av det övergripande målet för statsskuldens förvaltning implicerar att en optimal portföljstrategi ska eftersträvas. Således utgår denna granskning från att hitta indikationer på att riktlinjebesluten under granskningsperioden stödjer denna strävan mot en optimal portföljstrategi. Om det sedan är praktiskt möjligt eller inte att faktiskt hitta en sådan strategi kan ifrågasättas, vilket delvis diskuteras i kapitel 4.

5.2.1 Valutaskulden

I riktlinjebesluten som lagts fram under perioden 2003-2007 har alltså utgångspunkten varit att reducera andelen valutaskuld samtidigt som andelen real kronskuld ökar. Reduktionen av valutaskulden baseras delvis på att det vid ett kraftigt ökat lånebehov är lättare att låna upp stora volymer i utländsk valuta. Samtidigt konstaterar Riksgäldskontoret i sitt förslag till riktlinjer för 2005 att valutaskulden berättigas av dess diversifieringseffekt på den totala skuldportföljen. Diversifieringen antas göra den totala portföljen mindre riskfylld trots att valutaskulden isolerad skulle kunna anses som mer riskfylld än den nominella kronskulden till följd av valutakursrisken och därigenom inte kan förväntas vara billigare. Regeringen och Riksgäldskontoret har dock uppfattningen att det på sikt inte förväntas finnas några systematiska skillnader mellan kron- och valutaupplåning.

I riktlinjeförslaget för 2005 visar en scenarioanalys att vid en finansiell kris där den svenska kronan kraftigt försvagas får en lägre andel valutaskuld mindre effekt på statsskuldens förväntade kostnad. Utifrån dessa argument är det emellertid relevant att undra varför just 15 % slutligen valdes som riktmärke för valutaskuldens andel. I nämnda scenarioanalys skulle ännu lägre andel valutaskuld klara den definierade finansiella krisen bättre men regeringen beslutar ändå att sätta målandelen för valutaskulden till 15 % på grund av diversifieringseffekterna. Den effekten är dock inte kvantifierad och det är därmed svårt att bedöma huruvida diversifiering överväger den ökade förväntade kostnaden som valutaskulden innebär.

I jämförelse med andra länder står Sverige ut med en relativt hög andel valutaskuld. Om detta beror på att de inte delar uppfattningen om att diversifieringseffekten överväger den ökade risk valutaskulden medför eller att de inte tänker i termer av riskreducering genom diversifiering kan diskuteras. Tydligt är dock att den svenska statsskuldsvärdningens styrsystem och övergripande mål tvingar regeringen och Riksgäldskontoret att ta hänsyn till avvägningen mellan kostnad och risk.

Rekommendation 15

Regeringen rekommenderas ge Riksgäldskontoret i uppdrag att kvantifiera valutaskuldens diversifieringseffekt genom olika scenarioanalyser.

Som beskrivet i avsnitt 5.1 har regeringen i riktlinjebesluten för valutaskulden satt ett önskat amorteringsbelopp varje år och gett Riksgäldskontoret mandatet att inom ett bestämt intervall avvika från det beloppet. Eftersom kostnaden för amorteringarna på valutaskulden beror på kronkursen bör en utvärdering av hur riktlinjebesluten rörande amorteringarna har fungerat sättas i relation till kronans utveckling under granskningsperioden. Det är därmed extra intressant att granska riktlinjebeslutet rörande avvikelsemandatet i perioder där kronkursen kunnat uppfattas som särskilt stark eller svag.

Diagram 2 visar kronans utveckling genom att illustrera ett månadsgenomsnitt på TCW-index under perioden 1992-2007. Studeras utnyttjandet av avvikelsemandatet under ovan nämnda förhållanden och tidsperioder är det tydligt att styrningen med avvikelsemandat

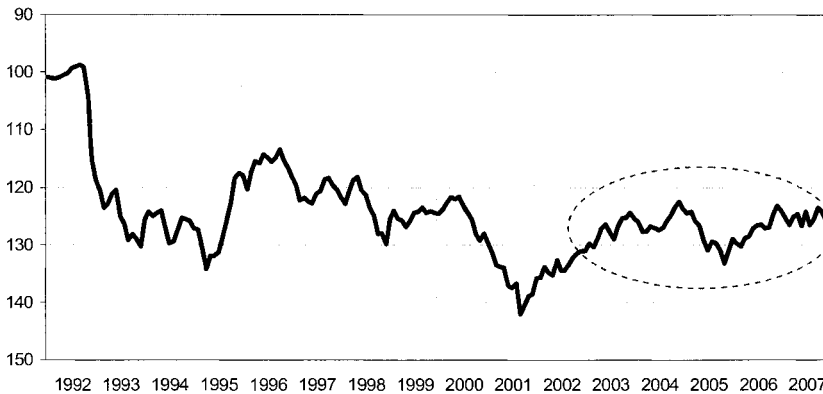
har fallit väl ut. Riksgäldskontoret har valt att sänka amorteringstakten under åren med en svagare krona och amorterat hela det önskade beloppet vid en starkare krona, och därmed bidragit ytterligare till uppfyllelse av det övergripande målet för statsskuldens förvaltning.

Rekommendation 16

Regeringen rekommenderas fortsätta ge Riksgäldskontoret mandaten att avvika från önskat amorteringsbelopp och bestämma riktmarkesportföljen för valutafördelningen.

Diagram 2: Valutakursindex

TCW-index, 1992-11-18=100. Månadsgenomsnitt. Mäter kronkursen mot en korg av olika valutor



Källa: Sveriges riksbank

Data t.o.m december 2007

Riksgäldskontoret har även mandat att bestämma en riktmarkesportfölj för hur valutaskulden ska fördela sig mellan olika valutor, även om det inte explicit uttrycks i riktlinjebesluten. Att riktlinjebesluten inte innefattar riktmarkesportföljen kan tolkas som att Riksgäldskontoret anses ha erforderlig kompetens för att bestämma fördelningen av valutor, vilket får anses som rimligt. Riktmarkesportföljen utvärderas sedan inom ramen för strategiska beslut och regeringen kan därigenom övervaka utfallet av valutafördelningen på ett transparent sätt. Alternativt skulle regeringen kunna besluta om riktlinjer för riktmarkesportföljen för att närmare styra risken i valutaskulden.

5.2.2 Reala kronskulden

Riktlinjerna för 2003-2007 har samtliga styrt mot att öka andelen real kronskuld. Motivet för den reala kronskulden är, liksom för valutaskulden, de diversifieringseffekter den medför. Givet att den reala kronskulden ska existera bör den å ena sidan vara tillräckligt stor för att uppnå goda diversifieringseffekter samt skapa en likvid och fungerande obligationsmarknad. Å andra sidan får den inte vara så stor att den nominella obligationsmarknaden påverkas negativt och blir illikvid. Jämfört med andra länder står Sverige tillsammans med Storbritannien ut genom att ha en relativt hög andel real skuld. Huruvida andra länder anser diversifieringseffekten som tillräckligt stor eller inte kan

diskuteras men hur väl strategin med 25 % andel real kronsskuld stämmer överens med den svenska statsskuldsvältnings övergripande mål om kostnadsminimering med hänsyn till risk är inte uppenbart.

Rekommendation 17

Regeringen rekommenderas ge Riksgäldskontoret i uppdrag att kvantifiera realskuldens diversifieringseffekt genom olika scenarioanalyser.

5.2.3 Nominella kronsskulden

Målandelen för den nominella kronsskulden är resultatet av de målandelar som gäller för valutaskulden och den reala kronsskulden eftersom det lånebehov som kvarstår efter upplåning i utländsk valuta och realobligationer ska täckas med upplåning i nominell kronsskuld. Till följd av den relativt höga andelen real kronsskuld och valutaskuld, har den nominella kronsskulden idag därför en måandel på 60 %. I jämförelse med andra länder är detta relativt lågt. Till exempel har Danmark, som befinner sig i en situation ganska lik Sveriges, en andel nominell kronsskuld på 91 % för 2006 och Storbritanniens andel nominella skuld i pund var vid samma tidpunkt 78 %.

Klart är dock att den nominella skuldmarknaden utgör stommen för statsskuldens finansiering och är därför strategisk viktig och av den anledningen bör den nominella obligationsmarknaden vara tillräckligt stor för att bibehålla en hög likviditet. Låg likviditet på den nominella marknaden skulle kunna innebära att refinansieringen av den nominella kronsskulden blir onödigt dyr. Vikten av en fungerande marknad för nominella obligationer ur ett strategiskt perspektiv diskuteras närmare i stycket kring marknads- och skuldvärd.

På samma sätt som det inte är tydligt varför 15 % måandel valutaskuld och 25 % måandel real kronsskuld stämmer överens med det övergripande målet för statsskuldens förvaltning, är det inte heller uppenbart att just 60 % andel nominell kronsskuld bidrar till en optimal förvaltning av Sveriges statsskuld.

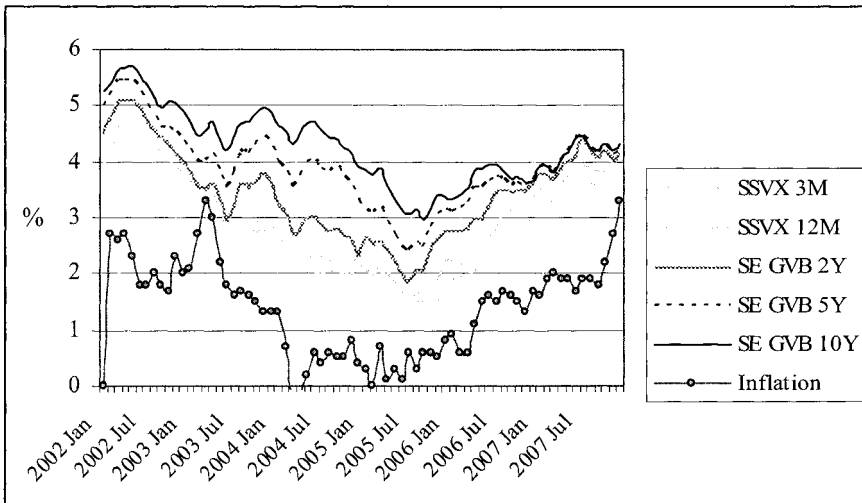
5.2.4 Löptid

Som beskrivet i avsnitt 5.1 har regeringen i riktlinjebesluten för löptiden satt en önskad löptid för statsskulden och ett avvikelsetervall som Riksgäldskontoret ska hålla sig inom. Löptiden sattes fram till och med 2006 som ett totalt riktvärde för den nominella kronsskulden och valutaskulden men från och med 2007 års riktlinjer som ett samlat riktvärde för hela skulden, inklusive den reala kronsskulden. Riktlinjer rörande statsskuldens löptid är ett av regeringens viktigaste verktyg för att styra risken och det är logiskt att riktlinjebeslutet rör den samlade löptiden för hela statsskulden. Regeringen lämnar således mandat till Riksgäldskontorets styrelse att sätta riktvärden för respektive skuldslags löptid. Detta kan anses som rationellt eftersom Riksgäldskontoret själva borde vara de som bäst avgör hur löptiderna ska fördelas mellan skuldslagen för att uppnå bästa möjliga kostnadsminimering med hänsyn till risk. Det strategiska beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse rörande respektive skuldslags löptid följs kontinuerligt upp och därmed säkerställs regeringens insyn i löptidsbesluten.

Styrmåttet för löptiden ändrades 2006 från duration till räntebindningstid, eftersom räntebindningstid inte påverkas av rådande marknadsräntor såsom duration. Regeringen ansåg att duration som styrmått kunde medföra negativa effekter på hanteringen av löptiden eftersom det kunde tvinga Riksgäldskontoret till oönskade aktiviteter till följd av ändringar i marknadsräntan samtidigt som räntebindningstid ger en bättre bild av ränteomsättningsrisken. Motivet till regeringens beslut faller sig naturligt till följd av styrsystemets konstruktion men, i överensstämmelse med kapitel 4, är duration ett bättre mått på refinansieringsrisken i statsskuldportföljen och av den anledningen kan det vara lämpligt att införa durationen som ett riskmått. Dessutom underlättar durationsmålet jämförelser med andra statsskuldsvärdare som ofta mäter statsskuldens löptid i duration.

I jämförelse med andra länders statsskulder har den genomsnittliga löptiden för Sveriges statsskuld generellt sett varit betydligt lägre. En genomsnittligt lägre löptid i den totala skulden indikerar att Sverige har varit mer riskbenägen, utan hänsyn till skuldens storlek. Regeringen har i det senaste riktlinjebeslutet gett indikationer på att en sänkning av skuldens samlade räntebindningstid ska minska från 4,7 år 2007 till 4,4 år 2009. En minskning av räntebindningstiden motiveras med att statsfinanserna ser fortsatt goda ut och en kraftigt minskande skuld ger möjlighet att reducera skuldens kostnad till ökad risk. Å andra sidan kan det argumenteras att staten i goda tider har råd att ta ökade kostnader för att sänka risken genom att öka löptiden. När det sedan blir sämre tider sänker staten sina kostnader genom att korta löptiden och öka risken.

Diagram 3: Svensk inflations- och ränteutveckling 2002-2007 (statsskuldväxlar och stadsobligationer)



Källa: Sveriges riksbank, Statistiska centralbyrån

Precis som vid granskningen av valutaskuldens amorteringar är det särskilt intressant att granska riktlinjebesluten avseende löptid under år då omvärldsfaktorena har varit

särskilt intressanta. Inom granskningsperioden är det framför allt under 2005 och 2007 som är aktuellt. Diagram 3 visar hur samtliga räntor sjönk till historiskt låga nivåer 2005 samt att gapet mellan den långa och den korta räntan under 2007 har blivit extremt litet.

Under 2005 var kostnaden för att minska risken i statsskuldportföljen genom att öka skuldens löptid ovanligt låg eftersom den långa räntan var på historiskt låga nivåer. Under denna period överväga också Riksgäldskontoret att eventuellt förlänga löptiden med det beslutades att inte göra det med motiveringen att det inte fanns tillräckligt stor anledning att tro att de låga nivåerna endast var tillfälliga. Många andra länder som stod inför samma situation valde också att inte förlänga löptiden, även om det nu med facit i hand hade varit ett bra beslut.

Diagram 3 visar även att gapet mellan kort och lång ränta har varierat ganska kraftigt under granskningsperioden för att under 2006 och 2007 minska markant. Om lutning på räntekurvan förändras, allt annat lika, blir en tidigare optimal portfölj inte längre optimal eftersom endast förutsättningarna, inte riskpreferensen till en given kostnad, har ändrats. Riksgäldskontoret har dock under 2003-2007 inte förändrat portföljstrategin till följd av förändrad lutning på räntekurvan med motiveringen att det inte är uppenbart att den förändrade lutningen är permanent. I enlighet med kapitel 4 skulle det dock vara intressant att kontinuerligt utvärdera hur en permanent förändring i räntegapet skulle påverka valet av löptid samt ifrågasätta huruvida de antagande om räntekurvanslutning fortfarande anses som korrekta.

Rekommendation 18

Beslut rörande löptiden rekommenderas att kontinuerligt stödjas av diskussioner kring antaganden om räntekurvans lutning i förhållande till den faktiska lutningen vid tidpunkten för beslutet.

5.2.5 Marknads- och skuldvard

Marknads- och skuldvard blev en del av riktlinjebesluten år 2006 för att hålla samman samtliga riktlinjer rörande statsskuldförvaltningen. Tidigare formulerades riktlinjerna för marknads- och skuldvard i regeringens regleringsbrev till Riksgäldskontoret. Riktlinjebeslutet för marknads- och skuldvard är formulerat i relativt öppna termer där regeringen skriver att "Riksgäldskontoret skall genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaderna fungerar väl" men att "detta får inte medföra att målet om långsiktig kostnadsminimering åsidosätts."

Det kan initialt noteras att i de resonemang som regeringen och Riksgäldskontoret för rörande styrning av målandelar och löptid nämns ofta marknads- och skuldvard som viktiga faktorer att ta i beaktande, särskilt ur ett likviditetsperspektiv. Likvida marknader är en förutsättning för att nyupplåning och refinansiering av statsskulden ska kunna ske på ett tids- och kostnadseffektivt sätt. I en illikvid marknad kan det både ta lång tid och bli dyrt att täcka statens lånebehov. Även i tider av goda statsfinansiering och låg statsskuld kan det vara viktigt att bibehålla likviditeten i marknaden för att framförallt säkerställa att ett kraftigt ökat lånebehov vid plötsligt sämre tider kan tillgodoses. Till exempel kan faktumet att den norska staten emitterar nominella obligationer till marknaden trots att

lånebehovet är ytterst begränsat ses som en indikation på att Norge vill hålla den nominella obligationsmarknaden likvid. Ur detta perspektiv är således riktlinjebeslutet rörande marknads- och skuldvard väl förenligt med statsskuldsvårdningens övergripande mål.

Det kan genom riktlinjebeslutet emellertid inte avgöras vilka kostnader Riksgäldskontoret förväntas ta för att vårda marknaden. Det nämns dock i propositionen 1997/98:154 att om beslut som medför ökade kostnader för staten bedöms nödvändiga så ska Riksgäldskontoret anhålla om särskilda medel för det hos regeringen.

Sedan 2005 låter Riksgäldskontoret marknaden utvärdera den marknads- och skuldvardande verksamhet som bedrivs genom låta Prospera genomföra en enkätundersökning på marknaden. Enligt genomförda enkäter anser marknaden att Riksgäldskontorets marknadsvardande åtaganden har fungerat väl.

5.2.6 Privatmarknadsupplåning

I riktlinjebeslutet 2007 har regeringen beslutat att lägga med riktlinjer kring privatmarknadsupplåningen. Tidigare formulerades det i Riksgäldskontorets regleringsbrev men regeringen önskar samla alla riktlinjer i ett dokument. Motivet att inkludera privatmarknadsupplåning är den lägre kostnad som privatmarknadsupplåningen medför i förhållande till den övriga upplåning som bedrivs av Riksgäldskontoret. Då upplåningsformen överensstämmer väl med det övergripande målet för statsskuldens förvaltning och är därför motiverad som riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning.

5.2.7 Positionstagande

I riktlinjebesluten för 2007 sker två saker gällande positionstagande. Det första var att positionstagande blev en egen punkt. Det andra att regeringen formellt tog bort Riksgäldskontorets möjligheter att ta positioner i den svenska räntemarknaden med anledning av att sådana positioner kan ha stor marknadspåverkan på grund av Riksgäldskontorets dominerande ställning på marknaden, vilket får anses som ett rimligt beslut. Riktlinjebeslutet för 2007 ger fortfarande utrymme för att ta positioner inom utländsk valuta samt i derivat som inte berör den svenska räntemarknaden.

Det är svårt att se en koppling mellan riktlinjebeslutet för positionstagande och styrsystemet av statsskulden. Inget av de undersökta styrmåtten kan härledas till positionstagandet, vilket istället styrs genom att Riksgäldskontoret har fått ett dagligt Value-at-Risk-mandat (VaR-mandat) på 600 miljoner kronor vid 95 procents sannolikhet. Då det är svårt att se kopplingen till det övergripande styrsystemet kan det ifrågasättas om positionstagande är något som ska beröras i riktlinjebesluten för statsskuldens förvaltning. Argumenten för positionstagande är att det kan bidra till att sänka kostnaderna för skuldförvaltningen genom att generera intäkter. Det kan dock argumenteras att ett aktivt positionstagande även kan resultera i värdefull kunskap och erfarenhet som kan appliceras vid förvaltningen av statsskulden.

Rekommendation 19

Regeringen rekommenderas överväga huruvida riktlinjer rörande aktivt positionstagande bör ingå i riktlinjerna för statsskuldens förvaltning då det aktiva positionstagandet inte har någon direkt koppling till förvaltningen av skulden.

5.3 Slutsatser

Med det övergripande målet för statsskuldens förvaltning i beaktande bör riktlinjerna under granskningsperioden 2003-2007 innebära att beslut rörande målandelar och löptid motsvarar en portföljstrategi som vid tidpunkten för besluten ansågs som optimal. Därför bör det uppmärksammas att till exempel andelsstyrningens mål blir att skapa en optimal fördelning mellan skuldslagen. Riksgäldskontoret och regeringen belyser dock, liksom många andra statsskuldsvärdare med samma eller liknande målformulering, svårigheten att mäta risken i statsskulden. Denna problematik medför i sin tur att regeringen inte kan förmedla sin preferens rörande avvägningen mellan kostnad och risk eftersom det inte går att mäta risken i en vald skuldfördelning och löptid. Därmed finns det ingen målfunktion till optimeringsproblemet att minimera kostnaden med hänsyn till risken. Så länge detta är fallet kommer regeringen och Riksgäldskontoret aldrig att kunna avgöra om en vald portföljstrategi är optimal, givet nuvarande övergripande mål för statsskuldens förvaltning.

Riktlinjebesluten avseende målandelar och löptid har under 2003-2007 varit väl underbyggda med kvalitativa analyser och även till viss del med kvantitativa analyser. Målandelarna baseras delvis på simuleringsresultat från 2002/2003, då Riksgäldskontoret utvecklade en stokastisk simuleringsmodell för att bestämma skuldfördelningen, men bygger framförallt på kvalitativa resonemang kring kostnad och risk. Även löptiden bygger till viss del på resultat från en simuleringsmodell men i likhet med målandelarna är den underbyggande analysen kring hur valet av löptid bidrar till en optimal portföljstrategi otidlig och saknar stöd av kvantitativa analyser där kostnader vägs mot risken.

Rekommendation 20

Regeringen rekommenderas överväga om det befintliga övergripande målet för statsskuldsvärdningen är lämpligt i en situation där regeringens riskaptit i förhållande till kostnaderna inte går att kvantifiera och där graden av måluppfyllelse därmed inte går att bestämma.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 17 april 2008

Närvarande: statsrådet Olofsson, ordförande, statsråden Bildt, Ask, Leijonborg, Erlandsson, Torstensson, Björklund, Littorin, Borg, Malmström, Billström, Adelson Liljeroth

Föredragande: statsrådet Borg

Regeringen beslutar skrivelse 2007/08:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2003–2007