

Innehåll

1	Sammanfattning	3
2	Inledning	5
3	Utgångspunkter för regeringens riktlinjebeslut.....	7
3.1	Statsskuldens sammansättning.....	7
3.2	Utgångspunkter för årets riktlinjebeslut.....	10
3.2.1	Analys inför årets riktlinjebeslut.....	10
3.2.2	Centrala ställningstaganden i tidigare års riktlinjer.....	15
4	Riktlinjebeslut för statsskuldförvaltningen 2007	17
4.1	Valutaskuld.....	17
4.2	Real kronskuld	20
4.3	Nominell kronskuld.....	21
4.4	Löptid	22
4.5	Positionstagande	25
4.6	Marknads- och skuldvard	28
4.7	Upplåning på privatmarknaden.....	29

5	Utvärdering av regeringens riktlinjebeslut.....	31
5.1	Bakgrund.....	31
5.2	Utvärdering av statsskuldförvaltningen 2007	32
5.2.1	Utvärdering av regeringens riktlinjer	32
5.2.2	Utvärdering av Riksgäldskontorets skuldförvaltning.....	33
6	Uppdrag till Riksgäldskontoret	39

1 Sammanfattning

Regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldförvaltningen har ett flerårigt tidsperspektiv i syfte att skapa långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken. Årets beslut omfattar 2007–2009 där riktlinjerna för 2008 och 2009 är att betrakta som preliminära.

År 2007 införs ett nytt styrsystem och en ny beräkningsmetod för sammansättningen av statsskulden. Regeringen styr sammansättningen genom att fastställa målandelar för skuldslagen och ett styrintervall runt valutaandelen. Det nya andelsmättet, *skuldens summerade kassaflöden (SSK)*, förbättrar bilden av statsskuldens samlade riskexponering. Till följd av det nya måttet ändras skuldsammansättningen så att realandelen stiger till nästan 25 procent och valutaandelen faller till drygt 20 procent. Styrsystemet införs fr.o.m. 2007 utom för valutaskulden som tills vidare styrs med traditionellt amorteringsbelopp.

Valutaskulden skall amorteras med 40 miljarder kronor per år 2007–2009 i syfte att inom rimlig tidshorisont anpassa valutaskulden till dess måandel. Amorteringstakten höjs därmed med 15 miljarder kronor jämfört med i år. Riksgäldskontoret får avvika med ± 15 miljarder kronor från detta riktvärde.

Måandelarna i skulden fastställs till 15 procent för valutaskulden och 25 procent för realskulden, vilket i stort är såsom i dag då övergången till det nya SSK-måttet beaktats. Riksgäldskontoret skall lägga fast ett avvikelseintervall kring riktvärdet för realskulden.

Ett nytt styrsystem för Riksgäldskontorets aktiva positionstagande införs 2007. Riskmandatet, som uppgår till 600 miljoner kronor i termer av dagligt Value-at-Risk, omfattar i princip samtliga Riksgäldskontorets positioner. Regeringen förtydligar skiljelinjen mellan den grundläggande finansieringen av statsskulden och positionstagandet genom att Riksgäldskontoret inte längre ges möjlighet att ta positioner på den svenska räntemarknaden.

Löptidsmättet breddas till att omfatta hela statsskulden, dvs. även den reala kronskulden. Den samlade löptiden förkortas från dagens 5,0 år till riktvärde 4,7 år i slutet av 2007. Inriktningen för 2008 och 2009 är att löptiden skall fortsätta att minska i takt med att utestående reallån närmar sig förfall. Löptiden i den nominella kronskulden bör hållas på dagens nivå.

I övrigt innehåller riktlinjerna följande beslut:

- Utöver real kronupplåning och upplåning i utländsk valuta skall statens finansieringsbehov täckas med nominella kronlån.
- Riksgäldskontoret skall genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaderna fungerar väl. Detta får inte medföra att målet om långsiktig kostnadsminimering åsidosätts.
- Genom privatmarknadsupplåning skall Riksgäldskontoret bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.
- Riksgäldskontoret får i uppdrag att se över den analys och de bedömningar som ligger till grund för nuvarande målandelar för valuta- och realskulden.

2 Inledning

Mål och beslutsstruktur för statsskuldspolitiken beslutades av riksdagen 1998 (prop. 1997/98:154, bet. 1997/98:FiU29, rskr. 1997/98:253). I 5 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning fastställs att det övergripande målet för statsskuldförvaltningen skall vara att förvalta statens skuld så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därutöver skall förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Riksdagens beslut från 1998 innebär att regeringen skall besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden senast den 15 november varje år. Beslutet fattas efter det att Riksgäldskontoret lämnat förslag till riktlinjer och Riksbanken getts möjlighet att yttra sig över förslaget.

Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer inkom den 27 september 2006 och Riksbankens remissyttrande (Fi2006/4488) inkom den 16 oktober 2006. Remissyttrandet redovisas i avsnitt 4.1 Valutaskuld.

Efter genomfört förvaltningsår lämnar regeringen senast den 25 april en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning till riksdagen. Skrivelsen innehåller dels en utvärdering av regeringens riktlinjer, dels en utvärdering av de beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse och verksamheten på operativ nivå.

3 Utgångspunkter för regeringens riktlinjebeslut

3.1 Statsskuldens sammansättning

Det övergripande målet för statsskuldspolitiken är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Riktlinjebesluten är därför ett uttryck för statens syn på avvägningen mellan förväntade totala kostnader och den samlade risk som staten är villig att ta på sig. Upplåningen av statsskulden sker i tre skuldslag:

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

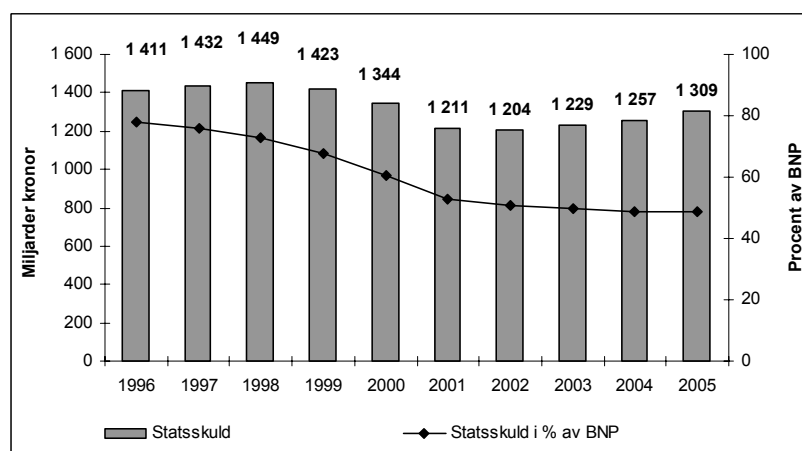
Skuldens egenskaper bestäms främst av fördelningen mellan de tre skuldslagen samt valet av löptid i respektive skuldslag. Tillsammans med statsskuldens storlek avgör detta vilken total kostnad och risk som kan förväntas i förvaltningen av skulden.

Statsskulden¹ uppgick vid utgången av 2005 till 1 309 miljarder kronor, en ökning med 32 miljarder kronor jämfört med ett år tidigare. Som andel av BNP uppgick skulden till 49 procent vid årsskiftet 2005/06. Regeringens riktlinjebeslut avser samtliga skuldförbindelser som Riksgäldskontoret emitterar, dvs. även sådana som innehas av andra statliga myndigheter. Skuldmåttet

¹ Avser den okonsoliderade statsskulden, dvs. den skuld som förvaltas och redovisas av Riksgäldskontoret. I budgetpropositionen och i årsredovisningen för staten redovisas huvudsakligen ett konsoliderat skuldmått där statliga myndigheters innehav av statspapper eliminerats.

benämns okonsoliderad statsskuld och används vid beräkning av statsskuldens storlek.

Diagram 1: Okonsoliderad statsskuld 1996-2005 (miljarder kronor och procent av BNP).



Källa: Riksgäldskontoret och Finansdepartementet.

Statens viktigaste finansieringsinstrument utgörs av nominella lån. Vid utgången av 2005 utgjorde de 61 procent av den totala skuldstocken. Merparten av den nominella upplåning sker i statsobligationer (lån med löptid över ett år vid emission). I skuldslaget nominella lån ingår även nästan all upplåning på privatmarknaden. Den ger Riksgäldskontoret möjlighet att bredda upplåningen till fler långivare såsom privatpersoner, mindre företag och organisationer. I privatmarknadsupplåningen ingår bl.a. premieobligationer och RiksgäldsSpar.

Tabell 1: Statsskuldens sammansättning 2002–2005 och per den 31 oktober 2006 [miljarder kronor och procent].

	2002	2003	2004	2005	2006
Nom. lån i svenska kronor	671	726	766	798	729
<i>Nom. lån, andel</i>	56 %	59 %	61 %	61 %	60 %
Reala lån i svenska kronor	158	173	190	208	215
<i>Reala lån, andel</i>	13 %	14 %	15 %	16 %	17 %
Lån utländsk valuta, inkl. skuldskötselåtgärder	375	330	301	303	278
<i>Lån i utländsk valuta, andel</i>	31 %	27 %	24 %	23 %	23 %
Okonsoliderad statsskuld	1 204	1 229	1 257	1 309	1 222

Källa. Riksgäldskontoret

Anm: Skulden i utländsk valuta, inklusive swappar och terminskontrakt i utländsk valuta, är omvärderad till valutakurser vid respektive årsslut.

Realräntelån fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj, eftersom de ger möjlighet till diversifiering av statsskulden. Därmed minskar den totala risken i statsskulden. Sedan emissionsstarten 1994 har andelen realränteobligationer stadigt ökat och vid slutet av 2005 uppgick andelen till 16 procent av skulden.

Det tredje skuldslaget är valutaskulden. Vid slutet av 2001 utgjorde valutaskulden nästan 35 procent av statsskulden, men under senare år har den andelen minskat kraftigt och i slutet av 2005 utgjorde valutaskulden 23 procent av statsskuldens värde. Den lägre valutaandelen förklaras dels av en starkare krona, dels av de senaste årens amorteringar av valutaskulden.

För beräkning av skuldandelarna introduceras ett nytt mått i årets riktlinjer som omfattar skuldens samtliga kassaflöden, dvs. inte bara de utestående skuldbeloppen utan även kupongbetalningar och inflationskompensation. Måttet benämns statsskuldens summerade kassaflöden (SSK) och bygger på samma principer som nuvarande löptidsmått, genomsnittlig räntebindningstid (GRT). Genom att beräkningsgrunderna för skuldandelarna ändras kommer även andelarnas uppmätta storlek och inbördes relation att ändras jämfört med när måttet

okonsoliderad statsskuld används. En beräkning per den 31 juli 2006 visar att förändringarna blir relativt stora. Realskuldens andel ökar med 7 procentenheter till nästan 25 procent och andelen valutaskuld minskar med 3 procentenheter till drygt 20 procent till följd av det nya beräkningsmättet.

3.2 Utgångspunkter för årets riktlinjebeslut

Regeringens utgångspunkter: Årets riktlinjebeslut är liksom tidigare treårigt och avser åren 2007–2009. Riktlinjerna för 2008 och 2009 är preliminära och kan komma att ändras.

Andelarna för styrning av statsskuldens sammansättning skall beräknas utifrån ett mått som beaktar samtliga kassaflöden i statsskulden, dvs. även framtida kupongbetalningar och förväntad inflationskompensation.

Regeringen styr skuldförvaltningen genom att ange riktvärden för andelarna valuta- och realskuld samt ett styrintervall för valutaskulden. Det nya styrsystemet gäller fr.o.m. 2007 med undantag för styrningen av valutaskulden som införs vid senare tidpunkt.

3.2.1 Analyser inför årets riktlinjebeslut

I fjolårets riktlinjebeslut gavs Riksgäldskontoret i uppdrag att fullfölja analyserna av hur styrsystemet för andelsstyrning och ett samlat löptidsmått för alla skuldsdrag i statsskulden skulle kunna utformas och operationaliseras. I årets riktlinjeförslag presenterade därför Riksgäldskontoret tre nyheter; ett nytt styrsystem och beräkningsmått för skuldens olika andelar (se nedan), ett löptidsmått som inkluderar den reala skulden (se avsnitt 4.4) samt ett nytt styrsystem för Riksgäldskontorets aktiva positionstagande (avsnitt 4.5).

Ett nytt styrsystem för skuldens andelar

Riksgäldskontoret föreslår ett nytt system för andelsstyrning där regeringen anger riktvärden för vart och ett av skuldens olika skuldslag. Riksgäldskontoret skall sedan lägga fast intervall kring fastställda riktvärden för valuta- och realskulden där intervallen föreslås ha olika funktion med hänsyn till skuldslagets olika egenskaper.

Avvikelseintervallet runt riktvärdet för realskulden motiveras av att andelen realskuld är svår att detaljstyra. Operativt kommer kontoret att försöka styra realandelen mot det riktvärde som regeringen angett, men i praktiken, bl.a. till följd av kupongbetalningar, förfall och oförutsedda förändringar i lånebehovet, kommer andelen att variera inom intervallet. Preliminära beräkningar pekar mot att 2–3 procentenheters avvikelseintervall är rimligt för att hantera fluktuationerna i andelen realskuld.

För valutaskulden föreslås i stället ett styrintervall runt riktvärdet eftersom det, trots att det är görligt med hjälp av derivat, inte anses ändamålsenligt att detaljstyra valutaandelen. Den svenska kronan antas över tiden variera runt ett långsiktigt relativt stabilt medelvärde (s.k. mean reversion) och en alltför strikt styrning skulle kunna medföra att Riksgäldskontoret systematiskt gör dåliga affärer, dvs. säljer kronor när den svenska kronan är svag och köper kronor när kronan är stark. Inom styrintervallerna skall valutaandelen därför tillåtas att variera till följd av växelkursförändringar. Vid andra typer av avvikelser, t.ex. på grund av låneförfall, kupongutbetalningar och förändringar i lånebehov, skall åtgärder för att anpassa valutaandelen däremot vidtas. Om valutaandelen överskrider styrintervallerna, skall andelen gradvis återföras till intervallgränsen genom förändringar i låneplaneringen (för närvarande tre gånger per år).

Som en konsekvens av förslaget till andelsstyrning föreslår Riksgäldskontoret att skuldandelarna beräknas med ett nytt mått, *statsskuldens summerade kassaflöden (SSK)*. Måttet beaktar skuldslagets samtliga kontrakterade kassaflöden genom att,

utöver det nominella slutbeloppet, inkludera framtida kupongbetalningar och inflationskompensation. Förslaget innebär att andelarna i statsskulden ändras. Mest påverkas andelen realskuld som stiger med närmare 7 procentenheter, medan andelen valutaskuld sjunker med ca 2 procentenheter jämfört med nuvarande beräkningsmetod (se tabell nedan). Det beror dels på att realskulden har lång löptid och många utestående kuponger, dels på att den framtida inflationskompensationen lyfts in i beräkningen. Realskuldens andel ökar till nästan 25 procent (per 31 juli 2006) och valutaskuldens andel minskar till drygt 20 procent.

Tabell 2: Skuldslagets andelar av total statsskuld, mätt som SSK respektive okonsoliderat skuldmått (det senare inom parentes.).

	Nominell skuld	Real kronskuld	Valutaskuld
2006-07-31	54,9 % (58,9)	24,6 % (17,9)	20,5 % (23,2)
2005-12-31	56,8 % (60,9)	22,5 % (15,9)	20,7 % (23,2)
2004-12-31	56,9 % (61,0)	21,7 % (15,1)	21,4 % (23,9)
2003-12-31	55,0 % (59,2)	20,8 % (13,9)	24,2 % (26,9)

En direkt omräkning av de nuvarande riktvärdena i samma proportioner som gällde den 31 juli 2006 ger 13 procent för valutaskulden och 27 procent för realskulden. Med avrundning till närmaste multipel av fem föreslår Riksgäldskontoret att riktvärdet för realskulden sätts till 25 procent och för valutaskulden till 15 procent. Riktvärdet för den nominella skulden blir därmed 60 procent.

För realskulden föreslås det nya styrsystemet träda i kraft den 1 januari 2007. För valutaskulden föreslås att nuvarande styrsystem tills vidare behålls eftersom valutaandelen (20 procent) fortfarande ligger en bra bit från det långsiktiga målet (15 procent). Det är därmed svårt att från årsskiftet inrymma valutaskulden i det nya styrsystemet.

Regeringen har i tidigare riktlinjebeslut diskuterat möjligheterna att införa portföljbaserade styrsystem men då

dragit slutsatsen att andelsstyrning svårligen låter sig förenas med målet om kostnadsminimering, eftersom amorteringar riskerar framtingas i lägen då den svenska kronan är svag (och det därmed är dyrt att köpa valuta) och tvärtom. Regeringen har dock varit av åsikten att andelsstyrning framstår som en enklare och mer rättfram styrning jämfört med nuvarande former för styrning. Det är också detta som ligger bakom uppdragen om andelsstyrning som uttryckts i de senaste två årens riktlinjer.

Regeringen anser att Riksgäldskontoret tagit fram ett väl genomtänkt och ändamålsenligt styrsystem och att de nya styrprinciperna så långt som möjligt skall tillämpas fr.o.m. 2007. Det nya kassabaserade skuldmått som föreslås ger enligt regeringen en ökad jämförbarhet mellan skuldslagen och en bättre bild av riskexponeringen i statsskulden, vilket ökar möjligheterna till en effektiv styrning av skuldens sammansättning. En annan fördel är att nuvarande löptidsmått, genomsnittlig räntebindningstid, baseras på samma principer som det nya flödesbaserade andelsmättet. Därmed skapas konsistens i beräkningen och styrningen av andelar och löptid. En nackdel med SSK-måttet är att en ny skuldefinition införs i skuldförvaltningen. SSK-måttet är dock tänkt att enbart användas i styrningssammanhang, medan det officiella skuldmåttet okonsoliderad statsskuld även framdeles kommer att användas i Riksgäldskontorets löpande redovisning av statsskulden.

Regeringen fastställer Riksgäldskontorets förslag till att målandelarna för valuta- och realskulden skall uppgå till 15 respektive 25 procent. Detta innebär en viss höjning av målandelen för valutaskulden och en viss sänkning för realandelen jämfört med om en rent matematisk omräkning av andelarna med SSK-måttet som grund (13 respektive 27 procent). Detta kan dock accepteras givet att den precision som andelarna ursprungligen beräknats med ändå antas vara begränsade. Regeringen avser att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att se över den analys och de bedömningar som ligger till grund

för nuvarande målandelar för valuta- och realskuld (se även avsnitt 6).

Regeringen delar Riksgäldskontorets bedömning att styrningen av valutaskulden får anstå till dess skulden närmar sig angiven måandel. Att kombinera ett styrintervall med ett stegvis sjunkande riktvärde leder till alltför stora operativa problem och oklarheter. Regeringen betraktar det nya styrsystemet som mest lämpat för lägen där valutaandelen nått sin långsiktigt önskade nivå. Det mest ändamålsenliga sättet att styra valutaskulden mot andelsmålet är därmed att tillämpa nuvarande styrprincip med ett nominellt amorteringsbelopp per år. Exakt när valutaskulden kan inrymmas i det nya styrsystemet tas upp i kommande riktlinjebeslut.

Regeringen avser tills vidare att behålla beslutsmakten över styrintervall runt andelsmålet för valutaskulden. Det blir då tydligt vilka kronkursrelaterade svängningar i valutaandelen som regeringen kan acceptera utan att korrigerande åtgärder vidtas. Det blir även tydligt i vilka lägen Riksgäldskontoret kan undvika justeringar till följd av tillfälliga växelkursvariationer och när kontoret förväntas agera. Styrsystemet säkerställer därmed att större valutasvängningar uppmärksammas och leder till motverkande åtgärder för att justera skuldens sammansättning. Riksgäldskontoret skall däremot besluta om avvikelseintervall kring riktvärdet för den reala skuldandelen. Avvikelser från riktvärdet är av mer teknisk karaktär som gör det olämpligt att låsa fast intervallet på regeringsnivå. En alltför stram styrning från regeringens sida skulle här kunna innebära att Riksgäldskontoret tvingas till kostsamma anpassningar som står i strid med målet för skuldförvaltningen.

Riksgäldskontorets har bedömt ett styrintervall kring valutariktvärdet på ± 2 procentenheter som rimligt, vilket regeringen preliminärt ställer sig bakom.

3.2.2 Centrala ställningstaganden i tidigare års riktlinjer

Regeringen har i tidigare riktlinjebeslut tagit ställning i ett antal centrala frågor i syfte att tydliggöra de förutsättningar och principer som statsskuldspolitikerna vilar på. Till frågor som behandlats hör bl.a. tidsperspektiv och framförhållning samt kostnads- och riskmått.

Tidsperspektiv och framförhållning i statsskuldspolitikerna

Regeringen har i olika sammanhang betonat att de långsiktiga perspektiven står i fokus och att riktlinjerna därför bör utformas med ett längre och strategiskt tidsperspektiv. Ett skäl är att det övergripande målet för statsskuldspolitikerna är formulerat i övergripande och långsiktiga termer. Ett annat skäl är att statsskuldens egenskaper, exempelvis när det gäller sammansättning och löptid, tar tid att påverka och därmed kräver god framförhållning. Regeringen har därför valt att anlägga ett treårigt tidsperspektiv i riktlinjebesluten, främst då det sammanfaller med den tidshorisont som normalt tillämpas för utgiftstaken i statsbudgeten och där prognoser över lånebehov m.m. finns tillgängliga. Årets riktlinjebeslut omfattar därför åren 2007–2009 där besluten för 2008 och 2009 bör anses vara preliminära.

Riktlinjernas strategiska och långsiktiga karaktär innebär att de utformas som ett uttryck för statens avvägning mellan förväntad kostnad och risk i statsskuldspolitikerna. Detta innebär bl.a. att besluten normalt inte skall baseras på hur marknadsförhållanden utvecklas, exempelvis vad gäller räntenivåer, växelkurser eller prognoser för dessa. Det är i stället Riksgäldskontoret som inom ramen för det övergripande målet och regeringens riktlinjer har att anpassa den operativa förvaltningen till de marknadsförhållanden som utvecklas. Detta utesluter dock inte att regeringen under löpande verksamhetsår tar hänsyn till utvecklingen på de finansiella marknaderna, såsom skedde 2001 och 2002 då en fallande svensk krona och

kostnadsskäl gav anledning till minskade amorteringar på valutaskulden. Detsamma gäller om grunderna för ett riktlinjebeslut i övrigt och på ett avgörande sätt förändrats. Ändringar i fattade riktlinjebeslut skall dock inte ske opåkallat.

Kostnads- och riskmått

Regeringen har tidigare angett att kostnaden bör mätas som genomsnittlig emissionsränta och risken som variationen i denna. Kostnaden mäts här i nominella termer.

Regeringen har även anlagt ett mer reallt synsätt, inspirerat av metoder baserat på ALM (Asset-Liability-Management) där den bärande idén är att finansiella risker kan minska genom att en skulds egenskaper matchas mot tillgångarna i balansräkningen. I statsskuldspolitik tillämpning innebär detta att staten kan minska risken genom att komponera en skuldportfölj vars räntekostnader samvarierar med budgetsaldot (exklusive räntor) och statsskuldens storlek. En skuldportfölj som normalt sett har låga kostnader när statsfinanserna är ansträngda (t.ex. till följd av en lågkonjunktur) anses därmed som mindre riskfylld än en portfölj som har höga kostnader i ett sådant läge.

4 Riktlinjebeslut för statsskuldsförvaltningen 2007

4.1 Valutaskuld

Regeringens beslut: Andelen valutaskuld skall på lång sikt minska till 15 procent av statsskulden.

Riktvärdet för valutaskuldens amortering 2007 fastställs till 40 miljarder kronor. Amorteringstakten för 2008 och 2009 bör vara 40 miljarder kronor per år. Riksgäldskontoret får avvika från den angivna amorteringstakten med ± 15 miljarder kronor.

Riksgäldskontorets förslag: Andelen valutaskuld bör långsiktigt minska till 15 procent. Riktvärdet för amorteringstakten bör sättas till 25 miljarder kronor under 2007. Inriktningen för 2008 bör vara oförändrad. År 2009 bör ett andelsbaserat styrsystem kunna införas. RGK bör få avvika från den angivna amorteringstakten med ± 15 miljarder kronor.

Riksbanken remissyttrande: Riksbanken anser att de förslag som Riksgäldskontoret framfört är förenliga med de krav som penningpolitiken ställer. Den framtida andelsstyrningen och Riksgäldskontorets förslag att ta bort möjligheten till positioner i kronräntor via derivat anses minska osäkerheten kring kontorets agerande. Riksbanken anser dock att det finns skäl att minska det avvikelsemandat som anges avseende valutaskuldens amorteringstakt. Mandatet bör först och främst hantera avvikelser i det förväntade lånebehovet.

Skälen för regeringens beslut: Sedan början av 2000-talet har regeringen sökt att långsiktigt reducera andelen valutaskuld och öka andelen realskuld i statsskulden. Det främsta skälet för detta är att sprida riskerna i skulden bättre. I riktlinjerna för 2005 preciserades den långsiktiga inriktningen då nuvarande målandel för valutaskulden, 15 procent, fastställdes. Andelen ansågs utgöra en rimlig avvägning mellan positiva diversifieringsegenskaper och den valutarisk som en stor valutaskuld för med sig.

Inför årets beslut gör Riksgäldskontoret bedömningen att inga nya faktorer tillkommit som för närvarande ger skäl att göra någon annan avvägning. Regeringen delar denna bedömning, även med hänsyn tagen till att målandelen valutaskuld mätt i det nya kassaflödesbaserade måttet (SSK) i praktiken stigit något jämfört med en andel beräknat med traditionellt okonsoliderat skuldmått. Regeringen anser dock att det är angeläget att de analyser och bedömningar som ligger till grund för nuvarande målandelar för valuta- och realskulden ses över på nytt (se avsnitt 6). Detta understryks av att regeringen i avsnitt 3 lagt fast att styrsystemet för valutaskuldens skall införas när valutaskulden närmar sig angiven målandel.

I förra årets riktlinjebeslut angavs valutaamorteringarna preliminärt till 25 miljarder kronor för 2007, vilket även är Riksgäldskontorets förslag. Regeringen konstaterar dock att förutsättningarna för statsfinanserna ändrats markant under senare tid. En god ekonomisk tillväxt i Sverige har bl.a. medfört förbättrade budgetsaldon i statsbudget, främst till följd av ökande skatteintäkter. Även minskade utgifter i statsbudgeten har bidragit till ett fallande lånebehov. De försäljningsinkomster på 50 miljarder kronor per år som aviserats i budgetpropositionen för 2007–2009 förväntas ytterligare reducera statens lånebehov märkbart under prognosperioden. De underskott som prognostiserades i förra årets budgetproposition förväntas nu bli överskott på över 60 miljarder kronor för åren 2007–2009 (se tabell nedan).

Tabell 3: Valutaskulden, statens lånebehov, okonsoliderad statsskuld och TCW-index, perioden 2004-2009 (mdr och procent).

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Riktlinjer, valutaupp- låning, netto [mdr]	-25	-25	-25	-40	-40	-40
Andel valutaskuld [%]	24	23	23 ¹			
Statens lånebehov [mdr]	50	-14	9	-63	-62	-90
Okonsoliderad statsskuld [mdr]	1 257	1 309	1 284	1 219	1 156	1 066
Okons. statsskuld [% av BNP]	49	49	45	41	37	32
TCW slutkurser resp. år	122	127	126	123	122	122

Källa: Finansdepartementet och Riksgäldskontoret.

¹Andel av okonsoliderad statsskuld per den 31 oktober 2006.

Regeringen anser att det finns skäl att överväga en ökning av amorteringstakten i valutaskulden, oaktat att den statsfinansiella utvecklingen nu förutses minska statsskulden som andel av BNP och därmed den totala risk som skulden utgör i statsbudgeten. Det främsta skälet är att valutaandelen, trots ett amorteringsriktvärde på 25 miljarder kronor per år sedan 2003 har minskat relativt långsamt. Med nuvarande amorteringstakt och med den statsfinansiella utveckling som prognostiseras i budgetpropositionen för 2007 riskerar den långsamma nedgången i andel valutaskuld att bestå. Regeringen bör därför mer bestämt reducera andelen valuta mot angivet andelsmål de närmaste åren, främst för att minska risken i statsskulden men även för att det nya styrsystemet för skuldens andelar inom rimlig tidshorisont skall kunna träda i kraft fullt ut.

Ytterligare ett argument är att regeringen tidigare har uttalat att väsentliga förändringar i bedömningen av framtida lånebehov kan medföra att preliminärt beslutade riktvärden tas under förnyad prövning. Nuvarande statsfinansiella utsikter motiverar därför att även valutaskulden får bära en del av anpassningen till ett kraftigt fallande lånebehov genom att amorteringstakten i valutaskulden ökas.

Regeringen slår därför fast att amorteringen på valutaskulden skall uppgå till 40 miljarder kronor 2007 med oförändrad inriktning för 2008 och 2009. Målandelen för valutaskulden beräknas därmed uppnås före 2010.

Regeringen anser att Riksgäldkontoret även fortsättningsvis bör ha möjlighet att avvika från den angivna amorteringstakten med ± 15 miljarder kronor. Storleken på intervallet utgör en rimlig avvägning mellan meningsfull flexibilitet för Riksgäldskontoret och regeringens behov av styrning. Avvikelser från riktvärdet kan grundas på strategiska bedömningar om kronkursens utveckling, kraftiga förändringar i statens lånebehov, utjämning av lånebehov mellan år eller om lånevillkoren på den svenska räntemarknaden skulle förändras kraftigt.

Riksbankens yttrande tillför inget nytt i sak i frågan om avvikelseintervallets användning. Regeringen anser att de gällande riktlinjerna, inklusive uppdraget att beakta kronkursen, har fungerat väl och ser således ingen anledning att ändra på hur intervallet skall användas.

4.2 Real kronskuld

Regeringens beslut: Andelen real kronskuld skall vara 25 procent av statsskulden. Riksgäldskontoret skall lägga fast ett avvikelseintervall kring andelen för realskulden.

Riksgäldskontorets förslag: Riktvärdet för andelen reallån i statsskulden bör vara 25 procent. Kring detta riktvärde bör Riksgäldskontoret ange operativa avvikelseintervall och riktlinjer för den operativa styrningen av realandelen.

Skälen för regeringens beslut: Riksgäldskontoret föreslår att regeringen anger ett riktvärde för andelen reallån som skall vara 25 procent. Regeringen anser att detta är ett rimligt riktvärde utifrån ett kostnads- och riskperspektiv. Riksgäldskontoret skall utifrån riktvärdet fastställa ett avvikelseintervall inom vilket realskuldandelen tillåts variera av operativa skäl. Ett intervall är

nödvändigt eftersom Riksgäldskontoret inte har förutsättningar att styra realskulden annat än i grova drag ens på medellång sikt. Detta beror på att det inte finns korta realräntelån eller en tillräckligt utvecklad derivatmarknad för reala instrument. Realandelen kommer därför i hög utsträckning att påverkas av emissioner och förfall. Realandelen kommer att falla under riktvärdet i samband med förfall för att sedan gradvis stiga genom nyförsäljningar vid auktioner. Därigenom kan normal emissionsverksamhet upprätthållas, vilket främjar likviditeten på marknaden för realobligationer. Riksgäldskontoret har preliminärt beräknat avvikelseintervallet till $\pm 2-3$ procent kring riktvärdet för realskulden.

I fjolårets riktlinjer beslutades att andelen realskuld långsiktigt skulle öka till 20 procent, enligt den gamla beräkningsmetoden. Den nya beräkningsmetoden innebär att realandelen, beräkningstekniskt, ökar från 17,9 till 24,6 procent (per den 31 juli 2006). En proportionell förändring av andelsriktvärdena skulle ge ett riktvärde för realskulden på 27 procent. Med en avrundning till närmaste multipel av fem blir riktvärdet för realskulden 25 procent. Därmed är realandelen i dagsläget nära sitt riktvärde.

4.3 Nominell kronskuld

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

Målandelen för den nominella kronskulden blir därmed definitionsmässigt 60 procent av statsskulden.

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

Skälen för regeringens beslut: De nominella kronlånen utgör statens viktigaste finansieringskälla och motsvarar i dagsläget 55

procent av statsskulden. Givet de riktlinjer som är angivna för valuta- och realskuld kommer den resterande delen av lånebehovet att täckas av nominella kronlån. Till följd av Riksgäldskontorets regelmässiga auktioner i nominella obligationer och statsskuldväxlar kan de förändringar som uppstår i bruttolånebehovet enkelt hanteras. Kronmarknaden fungerar därmed som en buffert vid svängningar i statens lånebehov eller om planerna för de två övriga skuldslagen skulle ändras.

4.4 Löptid

Regeringens beslut: Löptiden i statsskulden styrs genom att regeringen lägger fast ett riktvärde för hela skulden. Riksgäldskontoret skall besluta om riktmärken för de enskilda skuldslagen och ange operativa avvikelseintervall för dessa.

Riktvärdet för den samlade löptiden i statsskulden skall vara 4,7 år i slutet av 2007. Inriktningen för motsvarande tidpunkter 2008 och 2009 skall vara 4,6 respektive 4,4 år.

Riksgäldskontorets förslag: Riksgäldskontoret föreslår att löptiden i statsskulden skall styras av ett gemensamt löptidsmått som omfattar hela skulden, dvs. inklusive den reala skulden. Löptiden i de olika skuldslagen bör vägas ihop ”ett-till-ett”. Riksgäldskontoret föreslår att beräkningarna av hur löptiden fördelas mellan skuldslagen ska utgå från de andelar som regeringen angett för respektive skuldslag, snarare än de faktiska skuldandelarna vid var tidpunkt. Detta för att undvika kostsamma transaktioner till följd av att skuldens sammansättning varierar.

Principiellt föreslås styrsystemet i övrigt fungera på samma sätt som i dag, dvs. att regeringen anger ett riktvärde för skuldens löptid och uppdrar åt Riksgäldskontoret att besluta hur löptiden skall fördelas mellan de tre olika skuldslagen samt att ange operativa avvikelseintervall runt respektive skuldslags riktmärke. På så sätt styr regeringen de förväntade kostnader och

risker som är förknippade med statsskuldens löptid. Samtidigt sker den reella styrningen av löptiderna i skuldslagen på operativ nivå, eftersom en mer detaljerad styrning av regeringen riskerar leda till transaktionskostnader som inte står i proportion till de fördelar som kan uppnås.

I riktlinjerna för 2006 angavs löptidsriktvärdet för den nominella delen av skulden till 3,1 år vilket av Riksgäldskontoret fördelades med 3,5 år på kronskulden och 2,1 år på valutaskulden (se tabell nedan). Samtidigt var löptiden, uttryckt i termer av genomsnittlig räntebindningstid, 12,0 år i realskulden och sammantaget 5,0 år i den totala skulden vid årsskiftet 2005/06.

Tabell 4: Löptidsriktvärden, per skuldslag och totalt (GRT, år).

År	Nom. kronskuld	Valutaskuld	Realskuld	Totalt
2006	3,5	2,1	-	3,1
2007	3,5	0,125 ¹	10,4	4,7
2008	3,5	0,125 ¹	9,9	4,6
2009	3,5	0,125 ¹	9,0	4,4

¹ 0,125 år motsvarar en och en halv månads löptid.

Baserat på såväl kvalitativa resonemang som modellanalyser bedömer Riksgäldskontoret att det finns utrymme att förkorta löptiden i skulden jämfört med nuvarande utgångspunkter. Riktvärdet för skuldens samlade löptid bör vara 4,7 år i slutet av 2007. Inriktningen för motsvarande tidpunkter 2008 och 2009 bör vara 4,6 respektive 4,4 år. Förkortningen bör uppnås genom att löptiden i valutaskulden förkortas till löptider där diversifieringseffekten av upplåning i olika utländska valutor är som störst och löptiden i realskulden bör tillåtas falla i takt med att utestående lån närmar sig förfall. Löptiden för den nominella kronskulden bör hållas oförändrad, bl.a. i syfte att säkerställa en tillfredställande likviditet på den svenska statspappersmarknaden.

Skälen för regeringens beslut: Löptiden i statsskulden är vid sidan av sammansättningen av skulden den viktigaste statsskuldpolitiska beslutsvariabeln. Regeringen har sökt och i riktlinjerna för 2000 och 2005 funnit utrymme för att korta löptiden i den nominella delen av skulden, främst med kostnadsargument som grund. Den svenska avkastningskurvan har normalt antagits vara positivt lutande så att en löptidsförkortning över tiden leder till lägre genomsnittlig kostnad för statsskulden.

Regeringen har även strävat efter att nå en mer samlad syn på löptiden i skulden i syfte att förbättra avvägningen mellan förväntade kostnader och risk i skuldförvaltningen. Detta är även det bakomliggande motivet till att regeringen 2005 och 2006 gav Riksgäldskontoret i uppdrag att närmare precisera hur ett samlat löptidsmått för samtliga skuldslag i statsskulden skulle kunna utformas och operationaliseras.

Riksgäldskontorets förslag till en samlad styrning av löptiden bedöms vara välgrundat och utgör i sina delar en rimlig avvägning mellan övergripande styrning och flexibilitet i syfte att inte i onödan fördyra skuldförvaltningen. Att nuvarande styrsystem och skuldmått (GRT) behålls är positivt. Realskulden, som styrningsmässigt kan sägas ha befunnit sig i periferin, kan nu lyftas in och styrningen av den samlade löptiden tydliggöras. Regeringen önskar dock få några ytterligare aspekter på löptidsstyrningen belysta vilket preciseras i avsnitt 6.

Regeringen delar Riksgäldskontorets syn att löptiden, mätt som genomsnittlig räntebindningstid, kan kortas utan att risknivån i statsskulden stiger nämnvärt. Ett skäl är att stora överskott i statsfinanserna förväntas de närmaste åren med en drastiskt fallande statsskuld i relation till BNP, vilket innebär att den totala risknivån i statsskulden faller. Dessutom närmar sig sammansättningen av statsskulden nu uppsatta målandelar för real- och valutaskulden, vilket ur risksynpunkt innebär bättre balans och minskad risknivå i skulden. De kvalitativa argumenten understöds av de simuleringar som Riksgäldskontoret redovisat.

Regeringen anser att fördelningen av löptiden på de olika skuldslagen verkar rimlig och kan ställa sig bakom ett beslut som i allt väsentligt speglar den långsiktiga inriktning som Riksgäldskontoret preliminärt redovisat.

4.5 Positionstagande

Regeringens beslut: Riksgäldskontoret skall ha möjlighet till aktivt positionstagande för att, med beaktande av risk, sänka kostnaderna för statsskulden. Positioner skall tas med derivatinstrument. Positionstagandets omfattning begränsas genom att regeringen anger en högsta risknivå, mätt i termer av dagligt Value-at-Risk. Riskbegränsningen skall omfatta alla positioner utom de som rör kronans växelkurs gentemot andra valutor.

Gränsen för Riksgäldskontorets positionstagande skall vara 600 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Riksgäldskontorets styrelse skall besluta om hur riskmandatet skall fördelas mellan strategisk och operativ nivå.

Riksgäldskontorets förslag: Riksgäldskontoret föreslår att kontoret, inom vissa angivna ramar, skall ha möjlighet att genom aktivt positionstagande sänka statens kostnader för statsskulden. Riksgäldskontoret föreslår att riskmandatet för positionstagandet skall anges i termer av daglig Value-at-Risk (VaR) och innefatta alla typer av positioner, undantaget de som rör kronans växelkurs gentemot andra valutor. Positionstagandet skall enbart ske via derivat och genom att derivatpositionerna bokförs i en egen portfölj och löpande marknadsvärderas.

Riskmandatet för Riksgäldskontorets positionstagande bör sättas till 600 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk (VaR) vid 95 procents sannolikhet. Riskmandatet bör omfatta alla Riksgäldskontorets positioner utom de som rör kronans växelkurs gentemot andra valutor.

Skälen för regeringens beslut: Regeringen anser att förslaget principiellt är bra och ger ett mer explicit och samlat grepp om Riksgäldskontorets risktagande än tidigare. Det är även en fördel med ett riskmått (VaR) som inrymmer alla typer av ränte- och valutapositioner, såväl strategiska som mer taktiska.

Regeringen konstaterar också att Riksgäldskontoret aktiva positionstagande i syfte att minska statens kostnader för skuldförvaltningen hittills har varit lönsamt. Den senaste utvärderingen av Riksgäldskontorets skuldförvaltning (skr. 2005/06:104) pekade på ett operativt resultat i den aktiva förvaltningen på över en miljard kronor för 2001–2005.

Dessutom finns det utöver den resultatmässiga aspekten ett värde i att Riksgäldskontoret är aktivt på den internationella kapitalmarknaden. Verksamheten kan ses som ett led i kunskaps- och kompetensuppbyggnaden inom kontoret, både direkt och via de externa förvaltarna, som även kommer upplåningen i kronor till gagn.

Det nya systemet för positionstagande träder i kraft den 1 januari 2007. De beslut som rör amorteringarna på valutaskulden och kronans växelkurs lämnas utanför riskmandatet och regleras tills vidare via sedvanligt amorteringsmandat (se avsnitt 4.1).

Riktlinjeförslaget pekar även på att möjligheten för Riksgäldskontoret att ta positioner på den svenska räntemarknaden bör utgå, såväl när det gäller nominella och reala obligationer som vad gäller positioner i kronräntor via derivat. Ett skäl är att kontoret genom sin dominerande ställning på räntemarknaden riskerar att påverka prisbildningen. Riksgäldskontoret vill undvika att väcka farhågor hos andra marknadsaktörer om att kontoret utnyttjar information om sitt eget framtida agerande för aktivt positionstagande.

Riksgäldskontoret får även stöd av Riksbanken i frågan som i sitt remissyttrande pekar på att ett avlägsnade av möjligheten till positioner i kronräntor via derivat bör bidra till en minskad osäkerhet kring kontorets agerande.

Regeringen har hittills tilldelat Riksgäldskontoret ett utrymme för att kunna ta strategiska positioner baserat på bedömningar av

utvecklingen på den svenska räntemarknaden. Med de förslag till nya styrsystem som nu ligger i årets riktlinjeförslag blir fördelarna med en tydlig uppdelning mellan Riksgäldskontorets grundläggande finansiering av statsskulden (emissionsverksamheten) och rent positionstagande alltmer uppenbar. Regeringen väljer därför att förtydliga skiljelinjen mellan den grundläggande finansieringen av statsskulden och positionstagandet genom att Riksgäldskontoret inte längre ges möjlighet att ta positioner på den svenska räntemarknaden.

När det gäller storleken på riskmandatet är regeringens utgångspunkt att det i allt väsentligt skall motsvara den riskexponering som Riksgäldskontoret hittills har arbetat med. Kontoret bör därmed ges utrymme att bedriva aktiv förvaltning på operativ nivå i samma utsträckning som i dag samtidigt som möjligheter till större strategiska positioner (såsom dollar-euro-positionen som med gott resultat stängdes 2003) bör finnas kvar.

Regeringen förutsätter att riskmandatet hanteras med sedvanlig försiktighet och på ungefär samma sätt som tidigare. Det är även viktigt att styrelsen, enligt gällande instruktion för Riksgäldskontoret, ser till att tydliga interna riktlinjer styr verksamheten på såväl strategisk som operativ nivå.

Riskmandatet för positionstagande fastställs till 600 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk (VaR) vid 95 procents sannolikhet. VaR är ett mått på marknadsrisk, som beräknas utifrån historiska data för korrelation och volatilitet på ränte- och valutamarknaderna. Mandatet innebär att Riksgäldskontoret (givet VaR-beräkningen) har möjlighet att ta positioner som med 95 procents sannolikhet inte kommer att minska i värde mer än 600 miljoner kronor under en dag om marknadsutvecklingen går dem emot. Sannolikheten för att förlusten blir 600 miljoner eller mer är alltså 5 procent.

4.6 Marknads- och skuldvard

<p>Regeringens beslut: Riksgäldskontoret skall genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaderna fungerar väl. Detta får inte medföra att målet om långsiktig kostnadsminimering åsidosätts.</p>
--

Riksgäldskontorets förslag: Riksgäldskontoret bör genom marknads- och skuldvard bidra till att förbättra marknadens funktion. Detta får inte medföra att målet om långsiktig kostnadsminimering åsidosätts.

Skälen för regeringens beslut: Det är viktigt för statsskuldens kostnader och risker med en väl fungerande svensk räntemarknad. Riksgäldskontoret har därför i uppgift att genom marknads- och skuldvard förbättra marknadens funktion. Det får dock inte medföra att målet om långsiktig kostnadsminimering åsidosätts.

Riksgäldskontoret bidrar till väl fungerande statspappersmarknader bl.a. genom sina regelbundna emissioner i olika löptid av såväl nominella som reala statspapper. Andra viktiga delar är en transparent och förutsägbar upplåningspolicy samt en koncentration av upplåningen till ett begränsat antal löptider. All skuld- och marknadsvard måste dock falla inom ramen för det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Marknadsvard får därför inte i ett långsiktigt perspektiv medföra högre lånekostnader i statens upplåning och skuldförvaltning.

På strategisk nivå handlar marknads- och skuldvarlden främst om att sätta upp principer för den operativa upplåningen och förvaltningen. Här är bl.a. kontorets upplåningsstrategi och ledord som förutsägbarhet, långsiktighet och transparens viktiga.

På operativ nivå handlar det om byten och uppköp av obligationer, marknadsvardande repor m.m. Som regeringen brukar ange i de årliga utvärderingarna är det ofta svårt att närmare kvantifiera effekterna av kontorets principer och åtgärder varför utvärderingen i första hand blir av kvalitativ art.

4.7 Upplåning på privatmarknaden

<p>Regeringens beslut: Riksgäldskontoret skall genom privatmarknadsupplåning bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.</p>
--

Riksgäldskontorets förslag: Riksgäldskontoret skall genom privatmarknadsupplåning bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.

Skälen för regeringens beslut: Privatmarknadsupplåningen skall uppnå största möjliga kostnadsbesparing i förhållande till Riksgäldskontorets alternativa upplåningsformer på kapitalmarknaden. Skälen till att Riksgäldskontoret bedriver privatmarknadsupplåning är främst kostnadsmässiga. Upplåningen skulle annars likväl kunna hanteras via den institutionella upplåningen.

Målet för privatmarknadsupplåningen formulerades tidigare i Riksgäldskontorets regleringsbrev, men förs fr.o.m. 2007 in i riktlinjebeslutet. Det framstår som ändamålsenligt att samla riktlinjerna för alla delar av statsskuld förvaltningen i ett och samma dokument.

5 Utvärdering av regeringens riktlinjebeslut

Regeringens beslut: Riksgäldskontoret skall för 2007 fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten skall främst avse löptidsriktmärken för de enskilda skuldslagen, eventuella avvikelser från riktvärdet för amorteringstakten i valutaskulden samt Riksgäldskontorets positionstagande.

Utvärderingen av styrelsebeslut skall ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt skall utvärderingen innefatta kvantitativa mått t.ex. genom kontrafaktiska beräkningar.

Utvärderingen av den operativa förvaltningen skall avse bl.a. en kvalitativ utvärdering av nominell och real kronförvaltning och en kvantitativ utvärdering av hanteringen av valutaväxlingarna. För real upplåning skall den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.

Strategiska och operativa positioner inom givet riskmandat skall löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

5.1 Bakgrund

Enligt riksdagsbeslut skall regeringen senast den 25 april varje år lämna en utvärdering av statsskuldshandlingen i form av en skrivelse till riksdagen. Utvärderingen sker på olika nivåer och omfattar såväl de beslut som fattats av Riksgäldskontorets

styrelse som den förvaltning som sker på operativ nivå i kontoret. I skrivelsen till riksdagen ingår även en redovisning av de beslut som regeringen fattat om riktlinjer för skuldförvaltningen.

Målet för statsskuldspolitiken är av långsiktig karaktär och det är därmed naturligt att utvärderingen sker i ett sådant tidsperspektiv att tillfälliga variationer i resultatet utjämnas. Regeringen använder därför rullande femåriga perioder i utvärderingen av skuldförvaltningen. Utvärderingen av riktlinjebeslutet för 2007, som görs våren 2008, kommer därmed att avse 2003–2007.

5.2 Utvärdering av statsskuldförvaltningen 2007

5.2.1 Utvärdering av regeringens riktlinjer

Regeringens riktlinjebeslut bör utvärderas direkt mot det långsiktiga målet för statsskuldförvaltningen. Av detta följer att redovisningen till riksdagen främst bör avse de strategiska överväganden som låg till grund för riktlinjebeslutet och i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället.

Ett annat krav är att utvärderingen styrs av principer som lagts fast i förväg. I annat fall riskerar utvärderingen att bli godtycklig, eftersom det i efterhand alltid går att konstruera andra riktlinjer eller skuldportföljer som skulle ha gett lägre kostnader och/eller lägre risk.

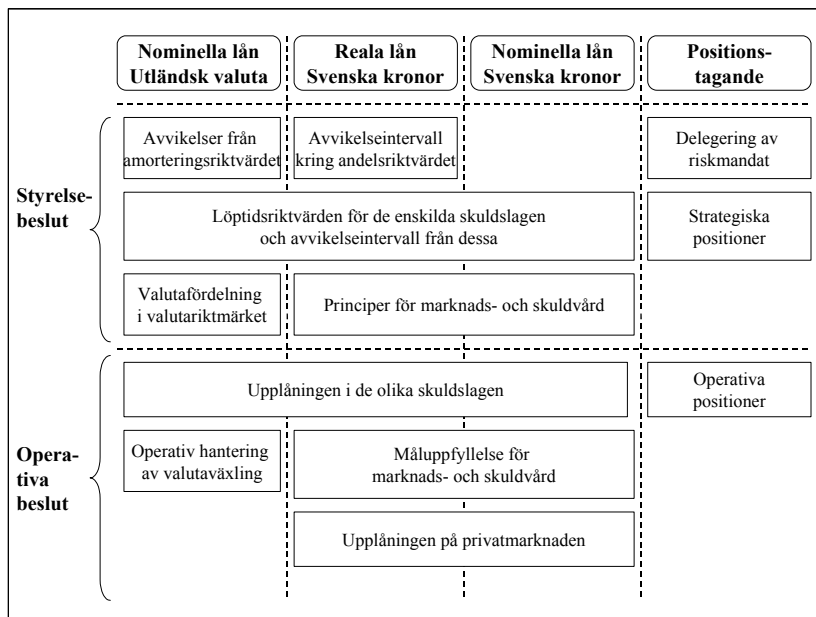
Statens riskbenägenhet bör vara en central aspekt vid beslut om riktlinjer. Utgångspunkten bör vara att vald skuldportfölj ger en lägre kostnad och/eller lägre risk än andra portföljer. Orimligt riskfyllda skuldportföljer, t.ex. med ensidig sammansättning, bör därmed förkastas även om de i efterhand visat sig ge lägre kostnad än en mindre riskfylld portfölj. Vid utvärderingen bör kvalitativa överväganden och bedömningar, när det är möjligt, kompletteras med kvantitativa mått.

5.2.2 Utvärdering av Riksgäldskontorets skuldförvaltning

Vid sidan av regeringens riktlinjer regleras Riksgäldskontorets skuldförvaltningsverksamhet, t.ex. i fråga om medelsförvaltning, i förordningen (1996:311) med instruktion för Riksgäldskontoret. Regeringen delegerar dessutom vissa beslut till Riksgäldskontoret enligt vad som framgår nedan.

I figuren nedan ges en schematisk översikt över hur utvärderingen av Riksgäldskontorets beslut är utformad. Utvärderingen avser såväl de beslut som Riksgäldskontorets styrelse fattat som verksamheten på operativ nivå.

Figur 1: Utvärderingsschema av Riksgäldskontorets beslut på styrelse- och operativ nivå.



Beslut av styrelsen i Riksgäldskontoret

Avvikelser från riktvärdet för amorteringstakten i valutaskulden

Beslut av Riksgäldskontorets styrelse som innebär avvikelser från tilldelat valutamorteringsmandat skall utvärderas. Sådana beslut skall baseras på strategiska långsiktiga bedömningar och bör även utvärderas i det perspektivet. En bedömning av om det var korrekt att vid något tillfälle minska/öka amorteringarna av valutaskulden måste i väsentlig grad bygga på granskning av rimlighet i den analys som beslutet ursprungligen byggde på.

Kvantitativ utvärdering av Riksgäldskontorets hantering av valutamandatet kan ske genom kontrafaktisk jämförelse av två förenklade beräkningar där amorteringarna sker i jämn takt över den period som skall utvärderas – en motsvarande riktvärdet i riktlinjerna och en motsvarande Riksgäldskontorets beslut. Det är inte meningsfullt att använda den faktiska amorteringsprofilen, eftersom den uppvisar ett ojämnt mönster.

Avvikelseintervall för realskulden

Beslut om avvikelseintervall för realskuldens andel skall utvärderas.

Utvärderingen skall främst vara kvalitativ eftersom besluten sannolikt inte på ett meningsfullt sätt kan utvärderas kvantitativt.

Löptidsriktvärden för de enskilda skuldslagen

Beslut om riktmärken och avvikelseintervall för de tre skuldslagen i statsskulden skall utvärderas.

Utvärderingen av hur löptiden för den totala skulden fördelas mellan nominell kronskuld, realskuld och valutaskuld skall främst vara kvalitativ. Besluten kan sannolikt inte på ett meningsfullt sätt utvärderas kvantitativt.

Valutafördelning i valutariktmärket

Beslut om valutafördelning i valutariktmärket skall utvärderas. Den skall främst ske i kvalitativa termer eftersom rimliga kvantitativa jämförelsenormer saknas. Riksgäldskontoret bör redovisa analyser och argument för en viss riktmärkessammansättning. I den utsträckning partiella analyser tillåts påverka fördelningen i riktmärket skall grunderna där för och ett underlag som möjliggör kvantitativ uppföljning redovisas.

Principer för marknads- och skuldvard

Beslut om principer för marknads- och skuldvarde på kronmarknaden skall utvärderas. Utvärderingen avser främst val av principer samt om dessa förväntas leda till eftersträfvade effekter.

Delegering av riskmandat för positionstagande

Beslut om delegering av riskmandat för positionstagande skall utvärderas. Utvärderingen är främst kvalitativ.

Strategiska ränte- och valutapositioner

Styrelsens beslut om strategiska ränte- och valutapositioner skall utvärderas i termer av marknadsvärden. Positionerna skall tas med derivat och placeras i egen portfölj så att löpande resultatuppföljning möjliggörs. Riksgäldskontoret skall redovisa uppföljningsmått som relaterar uppnått resultat till den risk som tagits.

Riksgäldskontorets operativa förvaltning

Upplåning i och förvaltning av de olika skuldslagen

Det skall göras en utvärdering av hur upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen har bedrivits. Utvärderingen skall främst ske i kvalitativa termer och på ex ante-basis.

Därutöver bör den realiserade kostnadsskillnaden redovisas för den reala upplåningen. Det innebär att en kostnadsjämförelse mellan upplåning i realränteobligationer och upplåning i nominella statsobligationer avseende den senaste femårsperioden redovisas.

Marknads- och skuldvard på operativ nivå

En utvärdering skall göras av den marknads- och skuldvard som bedrivits i syfte att uppnå en väl fungerande nominell och real kronmarknad. Utvärderingen är främst kvalitativ.

Privatmarknadsupplåning

Riksgäldskontoret skall redovisa vilken kostnadsbesparing som uppnås genom upplåning på privatmarknaden jämfört med alternativa upplåningsformer. Kostnadsbesparingen för såväl de enskilda upplåningsformerna som för den totala privatmarknadsupplåningen ska redovisas.

Därutöver ska Riksgäldskontorets position på marknaden för sparprodukter belysas.

Operativ hantering av valutaväxlingen

Riksgäldskontorets styrelse skall lägga fast en relativt jämn och kostnadsmässigt neutral bana för kontorets växlingar mellan kronor och utländsk valuta. Kring denna bana skall ange

styrelsen ett visst fluktuationsintervall inom vilket valutaväxlingarna av hanteringsmässiga skäl får avvika. Intervallet är att betrakta som resultatmässigt neutralt. Styrelsen skall dessutom ange risklimiter för hur stora valutapositioner den operativa förvaltningen får ta. Inom dessa limiter kan sedan kontoret variera växlingarna under perioder då det framstår som särskilt förmånligt eller oförmånligt att växla.

Eventuella avvikelser utvärderas i efterhand genom att beräkna kostnadsskillnader mellan den resultatmässigt neutrala växlingsbanan och den faktiska banan.

Operativa ränte- och valutapositioner

De operativa ränte- och valutapositioner skall utvärderas vilket sker i termer av marknadsvärden. Positionerna skall tas med derivat och placeras i egen portfölj så att löpande resultatuppföljning möjliggörs. Riksgäldskontoret skall redovisa uppföljningsmått som relaterar uppnått resultat till den risk som tagits.

6 Uppdrag till Riksgäldskontoret

Regeringens beslut: Riksgäldskontoret skall löpande förbättra styrningen och utvärderingen av statsskuldsförvaltningen.

Riksgäldskontoret skall, särskilt mot bakgrund av nuvarande statsfinansiell utsikter, se över den analys och de bedömningar som ligger till grund för regeringens beslut om målandelar för valuta- och realskulden.

Riksgäldskontoret skall fördjupa analysen av styrningen av riktvärdet för löptiden i statsskulden, bl.a. under vilka förhållanden den samlade löptiden förväntas stabiliseras och kostnadsaspekter på valet av löptid i realskulden.

Under året därtills genomfört utvecklingsarbete avrapporteras i det riktlinjeförslag som lämnas hösten 2007.

Skälen för regeringens beslut: I tidigare avsnitt fastställde regeringen ett nytt styrsystem för statsskuldens olika skuldandelar och en ny metod för beräkning av dessa andelar. Detta föranledde regeringen att i viss utsträckning justera de långsiktiga målen för statsskuldens sammansättning jämfört med förra årets riktlinjebeslut. I årets riktlinjer beslutar regeringen även att öka amorteringstakten av valutaskulden bl.a. i syfte att inom en rimlig tidshorisont nå angivet mål för andelen skuld i utländsk valuta.

Regeringen ser det därför som angeläget att Riksgäldskontoret ser över den analys och de bedömningar som ligger till grund för nuvarande målstruktur. Detta framstår som särskilt viktigt i ljuset av de förbättrade statsfinansiella utsikter som förutses på medellång sikt och som väsentligt skiljer sig från vad som

förväntades vid förra årets riktlinjebeslut. I budgetpropositionen för 2007 väntas såväl lånebehov som statsskuld falla kraftigt, bl.a. med anledning av förväntade intäkter från utförsäljningar av statliga bolag.

Årets riktlinjebeslut innebär att löptidsmättet för statsskulden breddas så att även den reala delen av kronskulden innefattas. Det samlade löptidsriktvärdet skall successivt förkortas jämfört med nuvarande nivå och inriktas mot att nå 4,4 år i slutet av 2009. Löptidsförkortningen förväntas uppnås främst genom att löptiden i realskulden tillåts falla i takt med att utestående lån närmar sig förfall.

Regeringen önskar fördjupa analysen av under vilka förhållanden som den samlade löptiden i statskulden förväntas stabiliseras och när i tiden detta kan tänkas ske. Vidare bör förutsättningarna för emission av reala lån vid skilda löptider närmare analyseras, exempelvis vad gäller kostnadsmässiga aspekterna på emissioner i de längre löptidssegmenten.

Riksgäldskontoret skall avrapportera dittills genomfört utvecklingsarbete i det riktlinjeförslag som lämnas hösten 2007.