

Regeringens skrivelse

2003/04:104

Utvärdering av statens upplåning och
skuldförvaltning 1999–2003

Skr.
2003/04:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 15 april 2004

Göran Persson

Gunnar Lund
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

Regeringen skall senast den 25 april varje år lämna en utvärdering av statsskuldförvaltningen till riksdagen. Utvärderingen lämnas i form av en skrivelse, som i år behandlar regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning samt Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning under budgetåren 1999–2003. Utvärderingen av skuldförvaltningen görs på tre nivåer; regeringens riktlinjer, Riksgäldskontorets strategiska beslut om delmål och riktmärken för den operativa förvaltningen samt kontorets operativa förvaltning av statsskulden.

Tyngdpunkten i utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut ligger på sammansättningen av statsskulden och löptidsförkortningen av skulden som gjordes under 2000. Regeringens beslut att långsiktigt minska valutaskuldens andel av statsskulden och öka andelen inhemsk upplåning bedöms som väl motiverat av både kostnads- och riskmässiga skäl. Den tidigare differensen mellan svenska och utländska räntenivåer har minskat kraftigt och därmed är det av kostnadsskäl svårt att motivera en stor skuld i utländsk valuta. Dessutom har riskerna med en stor valutaskuld och förändringar i kronans växelkurs tydliggjorts under senare år. Regeringens ambition att öka andelen realskuld motiveras främst av riskmässiga skäl. Real upplåning bidrar till att diversifiera upplåningen till ytterligare en typ av finansiering utöver nominell kron- och valutaupplåning, vilket minskar risken i statsskulden.

Förkortningen av statsskuldens löptid från 3,0 till 2,7 år som gjordes 2000 tycks ha gjorts i ett gynnsamt läge och indikativa beräkningar tyder på kostnadsbesparingar och att risken endast ökat marginellt. Sammantaget bedöms regeringens beslut om riktlinjer för åren 1999–2003 ha varit förenliga med det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

De amorteringsbeslut som fattats av Riksgäldskontorets styrelse har varit rimliga och välgrundade, både ur kostnads- och risksynpunkt. Styrelsens beslut att skjuta på en del av amorteringarna av valutaskulden under 2001 och 2002 innebar stora kostnadsbesparingar och beslutet att under 2003 amortera i enlighet med regeringens riktlinjer innebar att amorteringen gjordes till en mer förmånlig växelkurs än vad som hade varit fallet om amorteringen skett tidigare år. Amorteringen innebar även att riskexponeringen minskade till följd av en lägre valutaandel.

Riksgäldskontorets val att inte avvika från durationen i riktlinjerna för den nominella skulden bedöms som väl motiverat och strategin med olika duration för kron- och valutaskulden anses motiverad jämfört med om den i riktlinjerna angivna durationen använts i båda skuldslagen.

Den strategiska valutapositionen i dollar som Riksgäldskontoret tog i slutet av 2000 utvecklades i den riktning som avsågs och en vinst motsvarande ca 4,5 miljarder kronor hade realiserats när positionen utvecklades under 2003. Ökningen av andelen schweizerfranc i riktmärket för valutaskulden, som gjordes under 2000, har sammantaget inneburit en kostnadsbesparing på ca 600 miljoner kronor under den senaste fyraårsperioden.

På den strategiska nivån bedöms Riksgäldskontorets beslut om amorteringstakten i valutaskulden, löptiden i den nominella skulden och valuta-sammansättningen i riktmärket för valutaskulden som välgrundade och uppsatta mål har uppnåtts.

Riksgäldskontoret har bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta jämfört med de alternativa upplåningsformer som står till buds.

Resultatet för den aktiva förvaltningen av valutaskulden 2003 blev 937 miljoner kronor och för utvärderingsperioden uppgick resultatet till 138 miljoner kronor. Den aktiva förvaltningen av valutaskulden har därmed uppfyllt det uppställda kvantitativa målet att uppnå lägre kostnader relativt en passivt förvaltat valutaskuld.

Riksgäldskontorets reala upplåning har varit billigare än motsvarande nominella upplåning i svenska kronor. För 2003 uppgick det indikativa resultatet till 1,5 miljarder kronor och för den femåriga utvärderingsperioden var resultatet 5,2 miljarder kronor.

Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i statsobligationer och stats-skuldväxlar förefaller ha varit framgångsrik och auktionerna har fungerat väl. Kontorets marknadsvårdande åtgärder bedöms ha bidragit till långsiktigt lägre kostnader för statsskulden.

Under utvärderingsperioden uppgick den samlade kostnadsbesparingen i upplåningen från privatmarknaden till ca 1,3 miljarder kronor. Då även samtliga låneinstrument uppvisade positivt resultat för utvärderingsperioden bedöms målet för privatmarknadsupplåning vara uppfyllt.

Regeringen finner sammantaget att Riksgäldskontoret förvaltat skulden i enlighet med det övergripande målet för statsskuld-förvaltningen. Riksgäldskontorets förvaltning har bedrivits i enlighet med det i lag uppställda målet att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risken i förvaltningen.

1	Inledning.....	4
2	Utvecklingen av lånebehovet och statsskulden	6
2.1	Lånebehovets utveckling	6
2.2	Statsskuldens utveckling.....	7
2.3	Statsskuldens sammansättning.....	9
3	Utvärdering av regeringens beslut om riktlinjer för 1999–2003	12
4	Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut.....	17
4.1	Fördelningen av skulden på olika skuldslag inom ramen för regeringens riktlinjer	17
4.2	Durationen för den nominella skulden.....	20
4.3	Den strategiska dollarpositionen.....	22
4.4	Valutasammansättningen i riktmärket för valutaskulden	24
4.5	Marknads- och skuldvård i kronskulden.....	25
4.6	Statsskuldens förfalloprofil.....	27
5	Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut.....	29
5.1	Lån och skuldförvaltning i utländsk valuta.....	29
5.2	Reala lån i svenska kronor	35
5.3	Nominella lån i svenska kronor	39
5.4	Privatmarknadsupplåning	41
6	Bedömning av statens upplåning och skuldförvaltning 1999–2003	44
6.1	Regeringens beslut om riktlinjer	44
6.2	Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden.....	44
	Appendix: Principer för utvärdering.....	47

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 15 april 2004.

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

I regeringens riktlinjer återfinns huvuddelen av de mål och riktlinjer som styr statsskuldförvaltningen. Där fastställs även hur skuldförvaltningen skall utvärderas. Utvärderingen syftar dels till att möjliggöra en samlad bedömning av hur skuldförvaltningen har bedrivits, dels till att ge vägledning i framtida beslut om statsskuldspolitiken. Eftersom målet för statsskuldspolitiken är av långsiktig karaktär är det naturligt att också utvärderingen sker i ett så pass långsiktigt perspektiv att tillfälliga variationer i resultatet utjämnas. Regeringen tillämpar därför rullande femårsperioder i utvärderingen av skuldförvaltningen och årets utvärdering omfattar perioden 1999–2003.

Riksdagens beslut från 1998 tillämpas så att regeringen anger riktlinjer för statsskuldens sammansättning, genomsnittliga löptid och förfalloprofil. Ansvaret för statsskuldspolitiska överväganden och de övergripande besluten om skulden tas därmed på politisk nivå. Det är även dessa regeringsbeslut som i stor utsträckning är bestämmande för vilka kostnader och risker som uppstår i förvaltningen av skulden. Riksgäldskontoret svarar för att målet för statsskuldspolitiken och regeringens riktlinjer omsätts i delmål och riktmärken samt för den operativa förvaltningen av skulden.

Den årligt återkommande processen för skuldförvaltningen kan beskrivas på följande sätt:

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

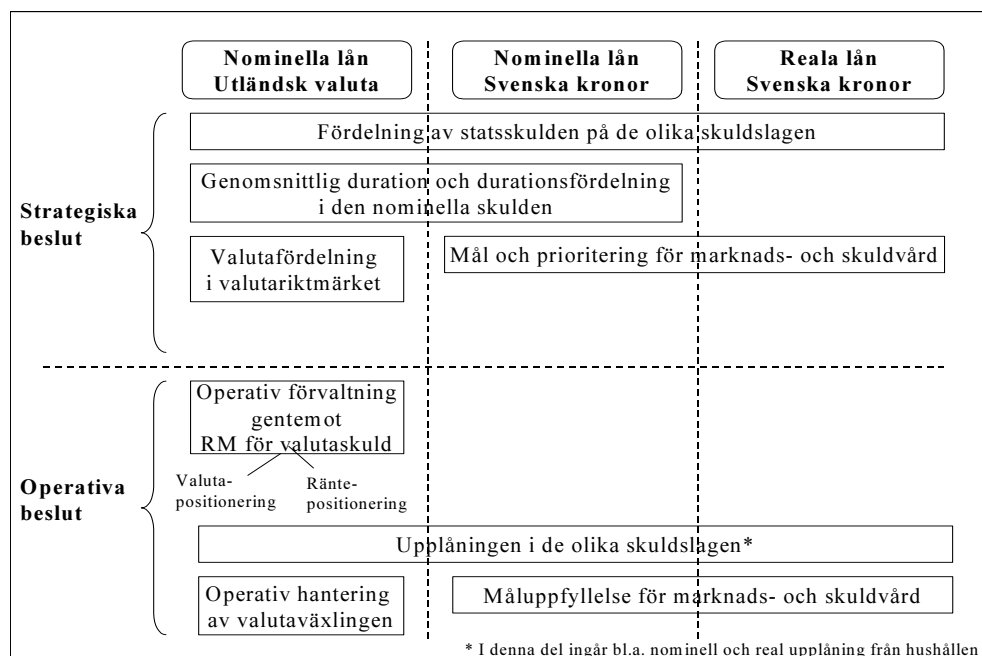
Utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning sker på olika nivåer. Regeringen utvärderar dels de strategiska beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse, dels de beslut som fattas på operativ nivå. Vidare ingår alltid en utvärdering av regeringens riktlinjer i skrivelsen till riksdagen. Utvärderingen av regeringens beslut om riktlinjer redovisas i avsnitt 3.

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

Som bilden visar utvärderas Riksgäldskontorets verksamhet på två nivåer; dels de strategiska beslut som fattas av kontorets styrelse (avsnitt 4), dels den operativa förvaltning som kontoret bedriver (avsnitt 5). Dessutom sker en särskild utvärdering av upplåningen på privatmarknaden (avsnitt 5.4).

I appendix redovisas detaljerade principer och metoder för utvärdering av regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning.

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

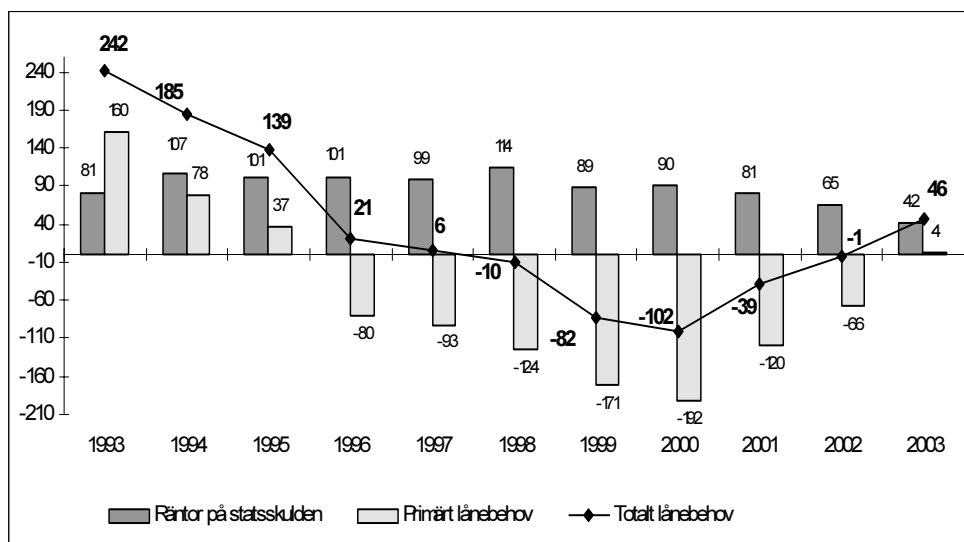


2.1 Lånebehovets utveckling

Statens lånebehov¹ – nettot av alla betalningar till respektive från staten – uppgick under 2003 till 46 miljarder kronor. Det var första gången sedan 1997 som statsbudgeten visade underskott.

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

Diagram 2.1: Statens lånebehov 1993–2003, totalt samt fördelat på statsskuldräntor och primärt lånebehov (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Lånebehovet bestäms av det primära lånebehovet och räntebetalningarna på statsskulden. Det primära lånebehovet består i sin tur av statens primära saldo och Riksgäldskontorets nettoutlåning till myndigheter, affärsverk och vissa statliga bolag. Primärsaldot, dvs. nettot av in- och utbetalningar kopplade till statsbudgeten, påverkas i hög grad av den ekonomis-

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

ka utvecklingen och den finanspolitik som förs. Riksgäldskontorets nettoutlåning påverkas främst av enskilda komponenter, exempelvis betalningar kopplade till premiepensionssystemet, studiemedelssystemet eller särskild utlåning till infrastrukturinvesteringar. Räntebetalningarna på statsskulden beror framför allt på skuldens storlek och egenskaper, det allmänna ränteläget samt kursutvecklingen för den svenska kronan.

Under 2003 försämrades statens budgetsaldo med 48 miljarder kronor. Det primära lånebehovet försämrades med 70 miljarder kronor jämfört med 2002 och var för första gången sedan 1995 positivt. Den främsta orsaken till försämringen var att utgifterna ökade kraftigt medan skatteintäkterna endast ökade marginellt. Bland utbetalningarna var det främst pensioner som ökade mellan åren, dels till följd av en förändring i pensionssystemet, dels till följd av ökade förtidspensioner. Därtill kommer ökade bidrag till kommuner, bl.a. för maxtaxan i barnomsorgen. Nettoskattebetalningarna ökade med sammanlagt 5 miljarder kronor mellan åren, främst som en följd av att skattebaser som löner och konsumtion vuxit i nominella termer. De icke preliminärdebiterade skattebetalningarna, t.ex. reavinstskatt och slutreglering av företagsskatter, minskade dock med totalt 15 miljarder kronor mellan åren. Kapitalvinsterna har minskat kraftigt sedan börsbubblan sprack 2000, då reavinstskatterna gav ca 25 miljarder kronor mer än 2003. Dessutom var utdelningen från Riksbanken 20 miljarder kronor mindre än 2002.

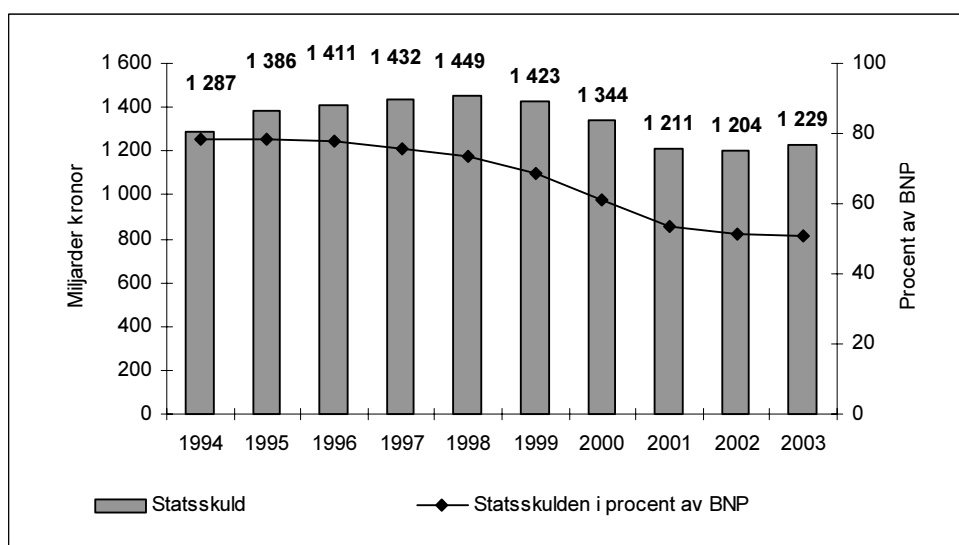
Räntebetalningarna på statsskulden uppgick till 42 miljarder kronor, 23 miljarder lägre än 2002. Det var främst räntebetalningar i svenska kronor som minskade. Överkurserna vid emission under 2003 var betydligt större än föregående år, eftersom Riksgäldskontoret emitterade lån med höga kupongräntor i förhållande till marknadsräntorna. Lägre räntenivåer i Sverige och internationellt har också bidragit till minskade räntebetalningar. Det bör påpekas att i och med att Riksgäldskontoret framöver kan antas emittera lån med betydligt mindre överkurser kommer räntebetalningarna de kommande åren att bli högre än under 2003, även om räntorna ligger kvar på nuvarande låga nivå.

2.2 Statsskuldens utveckling

Statsskulden uppgick vid utgången av 2003 till 1 229 miljarder kronor, en ökning med 25 miljarder jämfört med slutet av 2002.² Som andel av BNP var statsskulden ungefär 51 procent av BNP vid utgången av 2003, något lägre än året innan.

² Siffran avser den okonsoliderade statsskulden, dvs. den skuld som förvaltas och redovisas av Riksgäldskontoret. I Budgetpropositionen och Årsredovisning för staten redovisas huvudsakligen ett konsoliderat skuldmått där statliga myndigheters innehav av statspapper eliminerats. Från den 1 januari 2003 redovisas statsskulden enligt nya principer. Skuldinstrumenten redovisas till nominellt slutvärde och dessutom inkluderas derivatinstrument, som skuldbytesavtal och valutaterminer.

Diagram 2.2: Statsskulden 1994–2003 (miljarder kronor och procent av BNP). Skr. 2003/04:104



Källa: Riksgäldskontoret.

Anm. Från den 1 januari 2003 redovisas statsskulden enligt nya principer. I diagrammet har statsskulden justerats och redovisas för 1999–2003 enligt de nya principerna.

Förändringar i statsskuldens storlek kan inte helt förklaras av förändringar i lånebehovet för ett givet år. Hänsyn måste tas till faktorer som påverkar statsskulden utan att påverka lånebehovet och tvärtom. Exempelvis tas valutaskulden i statsskulden upp till sitt aktuella värde, dvs. omräknat med bokslutsdagens valutakurser. Det innebär att en förstärkning av kronan minskar valutaskulden och vice versa, utan att lånebehovet påverkas. Faktorer som påverkar lånebehovet men inte den redovisade statsskulden är bl.a. Riksgäldskontorets kortfristiga placeringar över årsskiftet, vissa fordringar och skulder i upplåningsverksamheten samt vissa bokslutsjusteringar. Omvänt påverkas statsskulden direkt utan att lånebehovet ändras vid överföringar av obligationer till eller från Riksgäldskontoret.

Tabell 2.1: Statens lånebehov och statsskuldens förändring 1999–2003 (miljarder kronor).

	1999	2000	2001	2002	2003
Statens lånebehov	-82,0	-101,9	-38,7	-1,2	46,4
Orealiserade valutakursdifferenser	-17,2	24,5	12,5	-31,5	-18,4
Övriga skulddispositioner	-3,6	-2,1	-106,8	26,4	-3,6
Summa	-20,8	22,4	-94,3	-5,1	-22,0
Statsskuldens förändring	-102,8	-79,5	-133,0	-6,3	24,4
Förändring i procent av BNP	-8,9	-7,3	-7,8	-2,0	-0,9

Källa: Riksgäldskontoret.

Valutaomvärderingen av valutaskulden är en viktig komponent i att förklara skillnader mellan förändringar i lånebehov och statsskuld. Exempelvis var ökningen i statsskulden ungefär 22 miljarder kronor mindre än

lånebehovet under 2003 bl.a. till följd av att den starkare kronan minskade valutaskulden omräknat i kronor med drygt 18 miljarder kronor.

Skr. 2003/04:104

2.3 Statsskuldens sammansättning

Upplåningen och förvaltningen av statsskulden sker i tre skuldslag:

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

Skuldens egenskaper bestäms främst av fördelningen mellan de tre skuldslagen samt val av löptid och förfalloprofil i respektive skuldslag. Dessa storheter avgör tillsammans med skuldens absoluta storlek vilken total kostnad och samlad risk som kan förväntas i förvaltningen av statsskulden.

Tabell 2.2: Statsskuldens sammansättning 1999–2003 (miljarder kronor och procent av statsskuld).

	1999	2000	2001	2002	2003
Nominell skuld i svenska kronor	882	811	686	671	726
<i>Nominell skuld i svenska kronor, andel</i>	<i>62%</i>	<i>61%</i>	<i>56%</i>	<i>56%</i>	<i>59%</i>
Real skuld i svenska kronor	135	138	117	158	173
<i>Real skuld i svenska kronor, andel</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>
Skuld i utländsk valuta	406	395	407	375	330
<i>Skuld i utländsk valuta, andel</i>	<i>29%</i>	<i>29%</i>	<i>34%</i>	<i>31%</i>	<i>27%</i>
Statsskuld	1 423	1 344	1 211	1 204	1 229

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm. Från den 1 januari 2003 redovisas statsskulden enligt nya principer. Skuldinstrumenten redovisas till nominellt slutvärde. Dessutom inkluderas derivatinstrument, som skuldbytesavtal och valutaterminer. Statsskulden som Riksgäldskontoret redovisar är okonsoliderad, dvs. statliga myndigheters innehav av statspapper ingår. Jämförelseuppgifterna har justerats och redovisas enligt de nya principerna.

Andelen skuld i utländsk valuta växte snabbt under första halvan av 1990-talet, från under 10 procent till knappt 29 procent av statsskulden. Under andra halvan av 1990-talet låg andelen valutaskuld stabilt runt 30 procent av statsskulden för att åter öka något i början av 2000-talet. De två senaste åren har andelen skuld i utländsk valuta minskat kraftigt och i slutet av 2003 uppgick skulden i utländsk valuta till 330 miljarder kronor, vilket motsvarar 27 procent av statsskuldens värde. Den minskade valutaskulden förklaras främst av kronförstärkningen under 2002 och 2003, men även de senaste årens amorteringar av valutaskulden har bidragit till minskningen.

I takt med de senaste årens minskade lånebehov har nominella lån i svenska kronor minskat kraftigt, men nominell upplåning utgör ändå alltså den viktigaste finansieringskällan för statsskulden. Den utestående volymen nominella lån i svenska kronor uppgick 2003 till 726 miljarder kronor, 59 procent av den totala statsskulden.

Merparten av den nominella upplåningen i svenska kronor sker på den inhemska värdepappersmarknaden genom statsobligationer (lån med löptid över ett år vid emission) och statsskuldväxlar (lån med löptid i huvudsak under ett år vid emission). Till kronskulden räknas även dagslån, depositransaktioner och repor som används för att hantera de dagliga svängningarna i statens kassa till följd av betalningsflödena till och från staten.

I nominella lån ingår även huvuddelen av privatmarknadsupplåningen som innebär att Riksgäldskontoret kan bredda upplåningen till fler långivare, både privatpersoner och företag. Som mest uppgick privatmarknadsupplåningen till 150 miljarder kronor i slutet av 1990-talet. Allemanssparandet och premieobligationslån utgjorde då de dominerande låneinstrumenten på privatmarknaden. Som mest var Allemanssparandet uppe i nästan 70 miljarder kronor i början av 1990-talet och då sparformen avskaffades 1998 minskade privatmarknadsupplåningen kraftigt. Minskningen har visserligen fortsatt, men under de senaste två åren har en viss ökning kunnat skönjas. Privatmarknadsupplåningen uppgick till 59 miljarder kronor 2003, nästan 5 procent av den totala statsskulden. Premieobligationer, med en lånestock på 39 miljarder kronor, har visserligen minskat under en följd av år men utgör ändå basen för privatmarknadsupplåningen. Riksgäldsspar fortsätter att öka och uppgick 2003 till 18 miljarder kronor.

Tabell 2.3: Statsskuldens sammansättning fördelat på olika skuldslag 1999–2003 (miljarder kronor och procent av statsskuld).

	1999	2000	2001	2002	2003	Andel av statsskuld
Statsobligationer, brutto	679	603	519	523	564	45,9%
Varav skuldskötselåtgärder	-112	-136	-162	-165	-166	-13,5%
Statsskuldväxlar	250	284	259	249	269	21,9%
Dagslån	0	0	13	5	0	0,0%
Premieobligationer	54	50	44	41	39	3,1%
Riksgäldskonto	4	2	2	1	1	0,1%
Riksgäldsspar, nominellt	6	7	11	16	18	1,5%
Nominell skuld i svenska kronor	882	811	686	671	726	59,0%
Realobligationer	134	137	116	157	172	14,0%
Riksgäldsspar, realt	1	1	1	1	1	0,1%
Real skuld i svenska kronor	135	138	117	158	173	14,1%
Skuld i utländsk valuta	406	395	407	375	330	26,9%
Statsskuld	1 423	1 344	1 211	1 204	1 229	100%

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm. I tabellen anges den bruttovolym nominella statsobligationer som Riksgäldskontoret emitterat. En förhållandevis stor andel av obligationsstocken har dock via swappmarknaden omvandlats till skuld i utländsk valuta. För att få en rättvis bild av valutaexponeringen ingår dessa skuldskötselinstrument i den redovisade valutaskulden.

Den svenska marknaden för realobligationer har funnits sedan 1994 och den har gradvis utvecklats och blivit mer likvid. Efterfrågan på reala placeringar har blivit allt större och 2003 uppgick realskulden till 173 miljarder kronor. Andelen realobligationer uppgick 2003 till 14 procent av statsskulden. I skuldslaget ingår även den del av RiksgäldsSpar som innefattar reala upplåningsinstrument. Denna upplåningsform har legat på oförändrat ca 1 miljard kronor under den senaste femårsperioden. Skr. 2003/04:104

3 Utvärdering av regeringens beslut om riktlinjer för 1999–2003

Skr. 2003/04:104

Regeringens bedömning: Regeringens beslut att långsiktigt minska valutaskuldens andel av statsskulden bedöms som väl motiverat av både kostnads- och riskmässiga skäl. Ambitionen att öka andelen real-skuld på lång sikt motiveras väl av riskmässiga skäl då en större andel real upplåning minskar risken i statsskulden. Förkortningen av stats-skuldens löptid från 3,0 till 2,7 år som gjordes 2000 framstår alltjämt som rimlig.

Bakgrund: Ambitionen bör vara att regeringens riktlinjebeslut utvärderas direkt mot målet för statsskuld förvaltningen och kortsiktiga bedömningar av ränte- och växelkursutvecklingen bör normalt inte vägas in i riktlinjebesluten. Utvärderingen bör främst avse de strategiska överväganden som låg till grund för riktlinjebesluten.

Regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning har ett flerårigt tidsperspektiv i syfte att skapa förutsättningar för långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken. Regeringens riktlinjebeslut för 2003 omfattade åren 2003–2005, men riktlinjerna för 2004 och 2005 var preliminära. Riktlinjebeslutet löd sammanfattningsvis som följer:

- Valutaskulden skall amorteras med 25 miljarder kronor 2003. Den långsiktiga inriktningen är fortsatt att valutaskuldens andel av statsskulden skall minska och andelen kronaskuld öka. För 2004–2005 är inriktningen att valutaskulden skall amorteras med 25 miljarder kronor per år.
- Kostnader och risk skall vägas in i strategiska beslut om amorteringstakten och Riksgäldskontoret tillåts avvika med ± 15 miljarder kronor från den beslutade amorteringstakten.
- Andelen reallån i statskulden skall långsiktigt öka. Ökningstakten skall vägas mot efterfrågan på realobligationer samt kostnader och risker för annan upplåning.
- Den del av finansieringsbehovet som inte täcks av real upplåning och lån i utländsk valuta skall täckas med nominella lån i kronor.
- Den genomsnittliga durationen i den nominella kron- och valutaskulden skall vara 2,7 år för perioden 2003–2005. Riksgäldskontoret tillåts avvika från nämnda riktvärde med maximalt $\pm 0,3$ år.
- En spridd förfalloprofil skall eftersträvas i statsskulden. Upplåningen skall inriktas mot att inte mer än 25 procent av skulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna.

Tyngdpunkten i utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut ligger på sammansättningen av statsskulden, dvs. ambitionen att långsiktigt reducera andelen valutaskuld och öka andelen kronaskuld samt öka andelen realskuld, och löptidsförkortningen av skulden som gjordes under 2000.

Inför regeringens riktlinjebeslut för 1999 och 2000 fanns inte tillräckligt underlag för att fastställa önskvärd fördelning av de olika skuldandelarna. Därför syftade riktlinjerna i allt väsentligt till att hålla skuldens portföljandelar oförändrade.

Inför 2001 års riktlinjebeslut bedömde regeringen att förutsättningarna hade förbättrats för att kunna ta ställning till den långsiktiga utvecklingen av skuldens sammansättning och att man kunde ange en långsiktig rörelseriktning. De kostnadsmissiga skälen för valutaupplåning framstod inte längre som lika starka som tidigare år, samtidigt som nya analyser och erfarenheter tydliggjorde riskerna med en stor valutaskuld. Regeringen gjorde bedömningen att det sammantaget fanns tillräckliga skäl för att minska andelen valutaskuld. Därför ändrades riktmärket för amorteringstakten till 35 miljarder kronor 2001 från att tidigare varit 25 miljarder kronor per år 1999 och 2000. För 2002 och 2003 angavs preliminärt samma amorteringstakt. Riksgäldskontoret tilläts avvika från amorteringstakten med ± 15 miljarder kronor och regeringen förtydligade också att kontoret skulle väga in kostnader och risk i beslut om amorteringstakten. Efter att Riksgäldskontoret valt att utnyttja mandatet och anpassat amorteringstakten nedåt, sänkte regeringen i juli 2001 riktmärket för valutaamorteringen 2001 från 35 till 25 miljarder kronor.

I riktlinjerna för 2002 angav regeringen att den långsiktiga inriktningen av skuldförvaltningen var att valutaskuldens andel av statsskulden skulle reduceras och andelen kronaskuld därmed skulle öka. Skulden i utländsk valuta skulle amorteras med 15 miljarder kronor 2002. Det huvudsakliga skälet till att begränsa amorteringstakten till 15 miljarder var risken för att kronan skulle ligga kvar på en svag nivå med en kostsam amortering av valutaskulden som följd. De statsfinansiella utsikterna och utvecklingen av statsskulden framstod inte som lika goda som inför 2001 års riktlinjebeslut. Det innebar att regeringen angav en något lägre långsiktig amorteringstakt av valutaskulden än tidigare, 25 miljarder kronor per år. Detta var också den amorteringstakt som föreslogs gälla för 2002 och 2003. Intervallet runt amorteringsriktmärket skulle även fortsättningsvis uppgå till ± 15 miljarder kronor.

I 2003 års riktlinjebeslut bestämde regeringen att riktvärdet för amorteringarna på valutaskulden skulle uppgå till 25 miljarder kronor 2003, dvs. samma långsiktiga amorteringstakt som beslutats året innan. De statsfinansiella utsikterna och bedömningen av lånebehovsutvecklingen hade försämrats något jämfört med året innan, men detta utgjorde inget tungt vägande skäl till att frånga den långsiktiga inriktningen. Då den svenska kronan hade stärkts under 2002 och bedömdes stärkas ytterligare något under 2003, utgjorde inte heller bedömningen av kronans utveckling något skäl att avvika.

Regeringen har under en följd av år poängterat realskuldens betydelse för att minska riskerna i statsskulden. I riktlinjebesluten för såväl 1999 som 2000 angav regeringen att stocken utestående realräntelån inte skulle minska, men att en minskning dock kunde tillåtas av marknadsvårdande skäl. Allt sedan riktlinjebeslutet för 2001 har regeringen ansett att andelen real skuld i statsskulden långsiktigt bör öka. Det huvudsakliga skälet till regeringens ambition att öka andelen real upplåning på lång sikt har varit att en större andel realskuld minskar risken i statsskulden. Regeringen har inte angett något mål för den reala skuldandelen utan gjort bedömningen att ökningstakten skall vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldsdrag, med beaktande av risk.

Den genomsnittliga durationen för den nominella skulden i kronor och utländsk valuta minskades, enligt regeringens riktlinjer, från 3,0 till 2,7 år under 2000. Detta innebar en viss förkortning av statsskuldens genomsnittliga löptid. Som skäl angavs att räntorna i genomsnitt är lägre för kortare upplåning än för längre upplåning och att avkastningskurvan normalt sett därför kommer att ha positiv lutning, vilket innebär att förkortningen på längre sikt kunde förväntas ge något lägre kostnader för skuldförvaltningen. Samtidigt bedömdes riskökningen av förkortningen som marginell. Att statsfinanserna dessutom såg ut att bli allt stabilare talade för att en begränsad ökning av risken i skulden kunde accepteras.

Inför riktlinjebeslutet 2003 bedömde regeringen, på samma sätt som inför riktlinjebesluten 2001 och 2002, att det inte framkommit några starka skäl för att ändra riktlinjen för löptiden i den nominella skulden. Därmed bestämdes att riktvärdet för den genomsnittliga durationen i den nominella skulden även fortsättningsvis skulle vara 2,7 år för perioden 2003–2005. Intervallet inom vilket Riksgäldskontoret kunde välja att sätta sitt riktvärde angavs som tidigare till $\pm 0,3$ år.

Skälen för regeringens bedömning

Sammansättningen av statsskulden

Regeringens inriktning att långsiktigt minska valutaskuldens andel av statsskulden och öka andelen inhemsk upplåning bedöms som väl motiverad av både kostnads- och riskmässiga skäl.

Valutaupplåning är ett flexibelt låneinstrument som snabbt kan ökas om lånebehovet skulle stiga kraftigt. Ett sådant agerande kräver dock att valutaskulden i ursprungsläget inte är alltför stor. Till följd av regeringens inriktning att reducera valutaskulden skapar staten en frihetsgrad att öka valutaskulden i framtiden i det fall det statsfinansiella läget skulle försämrats och inhemsk upplåning skulle te sig som ett kostsamt alternativ.

Det kanske viktigaste kostnadsmässiga skälet att minska valutaandelen är att det inte längre finns anledning att anta långsiktiga systematiska kostnadsskillnader mellan upplåning i svenska kronor och upplåning i utländsk valuta. Under de senaste decennierna har valutaupplåning i genomsnitt varit billigare än kronupplåning, eftersom det funnits betydande riskpremier till följd av ekonomisk och politisk osäkerhet i Sverige som fördyrat den inhemska upplåningen. Saneringen av statsfinanserna, införandet av utgiftstak och överskottsmål samt de senaste årens låga inflationstakt har dock medfört att den tidigare differensen mellan svenska och utländska räntor minskat kraftigt. Det är därmed svårt att av kostnadsskäl motivera en stor skuld i utländsk valuta.

Regeringen kan också konstatera att riskerna med en stor valutaskuld har tydliggjorts under senare år. Valutaskuld innebär ett större risktagande än skuld i kronor eftersom förändringar i kronans växelkurs direkt påverkar dels värdet av valutaskulden och därmed statskuldens storlek, dels statens skuldräntor och därmed budgetsaldot. Valutaskuld riskerar även att förstärka svängningarna i statsfinanserna eftersom ökade valutaskuldräntor via försvagningen av kronan tenderar att sammanfalla med ökade budgetbelastningar i tider då statsfinanserna av konjunkturskäl kan antas vara svaga.

Regeringens ambition att öka andelen real skuld på lång sikt motiveras främst av riskmässiga skäl då en större andel real upplåning minskar risken i statskulden. Real upplåning bidrar till att diversifiera upplåningen till ytterligare en typ av finansiering utöver nominell kron- och valutaupplåning och det finns skäl att anta att real upplåning bidrar till att minska risken i en skuldportfölj väsentligt. Orsaken till detta är att den inflationskompensation som utbetalas vid real upplåning i normalfallet samvarierar med konjunkturen och statens budgetsaldo.

Teoretiskt bör real upplåning i genomsnitt vara billigare än nominell kronupplåning, eftersom staten tar över inflationsrisken från investeraren och därför inte skall betala den inflationsriskpremie som ingår i den nominella räntan. Regeringen konstaterar att den reala upplåningen har inneburit en stor kostnadsbesparing under de tio år som realobligationsmarknaden funnits, drygt 10 miljarder kronor.

Regeringen betonar att det är Riksgäldskontoret som svarar för avvägningen mellan att minimera de förväntade kostnaderna och möjligheten att reducera risken, och att det är efterfrågan och kostnaden relativt andra skuldslag som avgör ökningstakten i den reala upplåningen.

Förkortning av genomsnittlig löptid i den nominella skulden

Som skäl till förkortningen av genomsnittlig löptid i den nominella skulden angavs att räntorna i genomsnitt är lägre för kortare upplåning än för längre upplåning. Därmed kommer avkastningskurvan normalt sett att ha positiv lutning, vilket innebär att förkortningen på längre sikt kan förväntas ge något lägre kostnader för skuldförvaltningen. Samtidigt bedömdes riskökningen av förkortningen som marginell. Att statsfinanserna dessutom såg ut att bli allt stabilare talade för att en begränsad ökning av risken i skulden kunde accepteras.

Det finns olika sätt att utvärdera, både kvalitativa och kvantitativa, regeringens beslut om löptidsförkortningen av den nominella skulden. Kvalitativa resonemang kan exempelvis utgå från vilka överväganden som gjorts med utgångspunkt i marknadsvården av den svenska kronskulden eller genom att göra internationella jämförelser. Kvantitativa resultat kan tas fram genom att exempelvis jämföra löptidsförkortningen med status quo-portföljen vid beslutstillfället. Det innebär att man undersöker hur stor indikativ kostnadsbesparing som neddragningen av durationen till 2,7 år gett upphov till jämfört med kostnaden för en portfölj med oförändrad duration på 3,0 år.

Beräkningar för två stiliserade portföljer med 3,0 respektive 2,7 års genomsnittlig duration indikerar kostnadsbesparingar motsvarande 800 miljoner kronor 2000 och 400 miljoner kronor årligen 2001 och 2002. För 2003 uppgår den indikativa besparingen till 500 miljoner kronor, något större besparing än de två föregående åren till följd av att avkastningskurvan var något brantare under 2003.

Den långsiktiga årliga kostnadsbesparingen av durationsförkortningen är troligtvis betydligt lägre än vad beräkningen för 2000 indikerar och sannolikt även något lägre än beräkningarna för de tre senaste åren. I tidigare utvärderingar har regeringen påpekat att man bör vara försiktig med att dra långtgående slutsatser av ovanstående beräkningar eftersom de baseras på stiliserade portföljer med förenklade antaganden. Det är också så att så länge avkastningskurvan har positiv lutning, vilket kan sägas vara normalfallet, kommer en neddragning av skuldens löptid alltid att visa ett positivt resultat. Alternativa beräkningar baserade på steady state-portföljer, dvs. portföljer vars förfalloprofil inte ändras över tiden, indikerar en kostnadsbesparing på ca 250 miljoner kronor per år, vilket eventuellt är en rimligare nivå på en långsiktig årlig kostnadsbesparing.

Den lägre räntekostnaden av en kortare upplåning skall vägas mot en ökad refinansieringsrisk, till följd av att en större andel av statsskulden omsätts varje år, vilket i sin tur medför att förändringar i marknadsräntorna får ett större genomslag på emissionsräntorna. Riksgäldskontorets modellsimuleringar visar att den genomförda löptidsförkortningen endast skulle ge en marginell effekt på risknivån. Analysen visar också att det krävs en betydligt större durationsförändring än den faktiskt genomförda för att risknivån skall stiga nämnvärt.

Regeringens slutsats är som tidigare år att förkortningen av löptiden framstår som rimlig och tycks ha gjorts i ett gynnsamt läge. Indikativa beräkningar tyder på kostnadsbesparingar utan att risken ökat annat än marginellt.

4 Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut

Skr. 2003/04:104

4.1 Fördelningen av skulden på olika skuldslag inom ramen för regeringens riktlinjer

Regeringens bedömning: Regeringen anser att de amorteringsbeslut som fattats av Riksgäldskontoret varit rimliga och välgrundade, både ur kostnads- och risksynpunkt. Besluten att skjuta på en del av amorteringarna av valutaskulden under 2001 och 2002 innebar stora kostnadsbesparingar, 1–1,5 miljarder kronor. Riksgäldskontorets beslut att under 2003 amortera i enlighet med regeringens riktlinjer innebar att amorteringen gjordes till en mer förmånlig växelkurs än vad som hade varit fallet om amorteringen skett tidigare år. Amorteringen innebar även att riskexponeringen minskade till följd av en lägre valutaandel.

Bakgrund: Utvärderingen av strategiska beslut bör avse Riksgäldskontorets interna riktlinjer som fastställs av styrelsen. Dessa omfattar flera centrala ställningstaganden. Bland annat har Riksgäldskontoret inom ramen för det övergripande målet för statsskultsförvaltningen och regeringens riktlinjer möjlighet att fatta strategiska beslut om fördelningen av statsskulden mellan olika skuldslag, dels via amorteringsmandatet, dels via riktlinjerna för den reala upplåningen.

Regeringen har inte specificerat något mål för den reala skuldandelen, utan angett att realandelen långsiktigt skall öka. Regeringen har delegerat beslutet om ökningstakten i realskulden till Riksgäldskontoret. Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna för den reala skulden avgörs på operativ nivå, och utvärderas därför även på operativ nivå. Anledningen till att riktlinjerna för den reala skulden utvärderas på operativ nivå är att det kan vara svårt att på strategisk nivå ange mer preciserade riktlinjer för hur regeringens beslut skall tillämpas. Det ger den flexibilitet som behövs för att kunna anpassa emissionerna till rådande marknadsförhållanden.

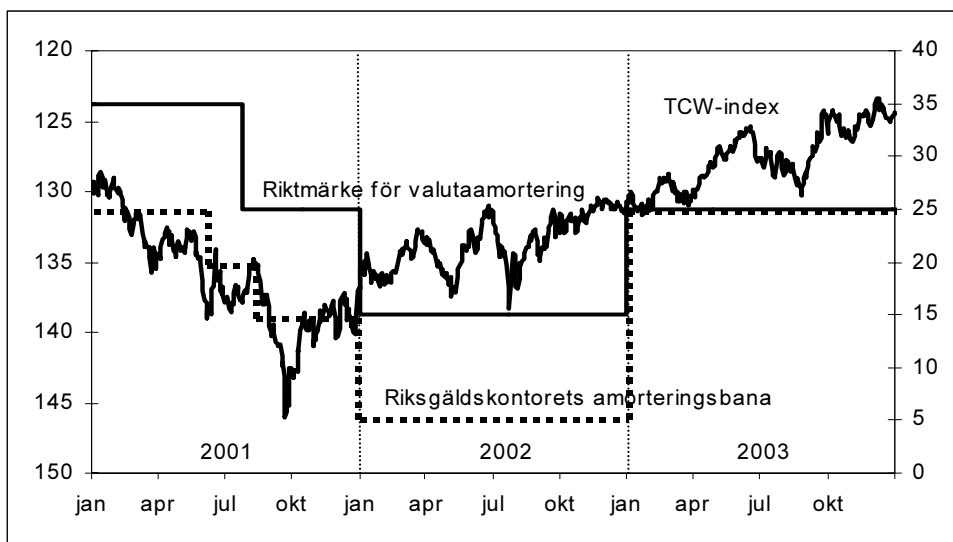
I regeringens riktlinjebeslut anges ett riktvärde för hur mycket Riksgäldskontoret skall amortera på valutaskulden varje år. Omkring detta riktvärde ges Riksgäldskontoret ett mandat att avvika inom ett specificerat intervall. Under utvärderingsperioden har Riksgäldskontoret vid två tillfällen valt att avvika från regeringens riktvärde för valutaamorteringar. Efter att under 1999 och 2000 ha amorterat i linje med regeringens riktvärde, valde Riksgäldskontoret en lägre amorteringstakt än regeringen angett i sina riktlinjebeslut för 2001 och 2002. Riksgäldskontoret vägde risken med en stor valutaskuld mot risken att amorteringen skulle ske till en svag kronkurs.

I 2001 års riktlinjebeslut angavs amorteringstakten till 35 miljarder kronor. Riksgäldskontoret tilläts avvika från amorteringstakten med ± 15 miljarder kronor och regeringen förtydligade också att kontoret skulle väga in kostnader och risk i beslut om amorteringstakten. Efter att kontoret valt att anpassa amorteringstakten nedåt så mycket som intervallet tillät, sänkte regeringen i juli 2001 riktmärket för valutaamorteringen från 35 till 25 miljarder kronor. Till följd av kronförsvagningen valde Riksgäldskontoret att sänka amorteringstakten ytterligare. Den faktiska amorteringen blev drygt 15 miljarder kronor.

Regeringens riktlinjebeslut inför 2002 innebar att valutaskulden skulle amorteras med 15 miljarder kronor 2002. Riksgäldskontoret fick möjlighet att avvika från riktvärdet med ± 15 miljarder kronor. I december 2001 beslutade Riksgäldskontoret att utnyttja valutamandatet och sikta på en amortering på maximalt 5 miljarder kronor, dvs. att skjuta på amorteringar till ett värde av minst 10 miljarder kronor. Den faktiska valutaamorteringen uppgick till 1,8 miljard kronor 2002.

I regeringens riktlinjebeslut för 2003 angavs att riktvärdet för amorteringstakten skulle vara 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret fick, bl.a. baserat på deras syn på kronkursens utveckling, möjlighet att avvika med ± 15 miljarder kronor. Kontoret valde dock att amortera 25 miljarder, i enlighet med regeringens riktlinjer.

Diagram 4.1: Växelkursutvecklingen och beslutade amorteringsbanor för valutaskulden 2001–2003 (TCW-index och miljarder kronor).



Källor: Riksgäldskontoret och Ecwin.

Skälen för regeringens bedömning: Under utvärderingsperioden har Riksgäldskontoret avvikit från regeringens amorteringsbeslut vid två tillfällen, 2001 med 10 miljarder kronor och 2002 med 10 miljarder kronor. Övriga år har Riksgäldskontoret valt att amortera enligt regeringens angivna riktvärden.

Riksgäldskontoret motiverade beslutet att avvika från regeringens riktvärde för valutaamortering 2001 med kronans svaga utveckling. Kronkursen, mätt mot TCW-index³, låg i början av 2001 på 130 och försvagades kraftigt under året. Som svagast låg TCW-index på ungefär 145 hösten 2001, för att därefter stärkas till 136 i slutet av året. Under 2001 var den genomsnittliga TCW-kursen 136. Om man antar att genomsnittligt TCW-index under 2003, omkring 127, är att betrakta som en långsiktigt hållbar växelkurs, skulle statens sammanlagda lånekostnad minska med ca 700 miljoner kronor till följd av avvikelsen med 10 miljarder kronor.

Trots den trendmässiga förstärkning av kronan, som inleddes i slutet av 2001 och som fortsatte under 2002, var den genomsnittliga kronkursen under 2002 förhållandevis svag, 134 mätt i TCW-termer. Jämfört med dagens TCW-index skulle statens lånekostnad på lång sikt minska med ca 500 miljoner kronor till följd av amorteringsavvikelsen på 10 miljarder. Med tanke på att den faktiska amorteringen 2002 endast blev knappt 2 miljard kronor, blir kostnadsbesparingen något större.

Under 2003 fortsatte kronan att stärkas och noterades i genomsnitt till en mer långsiktigt normal nivå. Visserligen låg euron på ungefär samma nivå i slutet av 2003 som när amorteringsbeslutet fattades i slutet av 2002, men dollarn försvagades kraftigt mot euron och därmed även mot kronan. TCW-index stärktes under 2003 till i genomsnitt 127. Riksgäldskontoret amorterade 25 miljarder kronor på valutaskulden 2003, i enlighet med regeringens riktlinjer. Kronförstärkningen innebar att amorteringen gjordes till en mer förmånlig växelkurs än vad som hade varit fallet under 2001 och 2002.

Riksgäldskontorets beslut att skjuta på valutaamorteringarna 2001 och 2002 motiverades av kostnadsskäl och baserades på strategiska, långsiktiga bedömningar av valutakursutvecklingen och måste därför också utvärderas i det perspektivet. Besluten innebar att Riksgäldskontoret undvek att köpa utländsk valuta i ett ofördelaktigt läge. Avvikelsen innebar sammantaget en besparing motsvarande 1–1,5 miljarder kronor jämfört med om amorteringarna skulle ha genomförts i enlighet med regeringens riktvärde. En slutlig beräkning av resultatet av de uppskjutna amorteringarna kan göras först då Riksgäldskontoret amorterat motsvarande belopp över riktmärket för valutaamorteringen, eller efter det att en tillräckligt lång tid förflutit, t.ex. en hel konjunkturcykel.

Regeringen bedömer att amorteringsbesluten under 2001 och 2002 även i riskhänseende var rimliga. Mot bakgrund av att kronkursen under dessa år låg på en ganska svag nivå bedöms risken för att kronan skall försvagas till en ännu svagare nivå som förhållandevis liten. Däremot är det givetvis så att det till följd av besluten att skjuta på amorteringarna återstår en större valutaskuld, vilket innebär att förvaltningen är utsatt för en större risk än om amorteringarna hade gjorts enligt den tänkta planen. Att Riksgäldskontoret under 2003 beslutade ett amortera i linje med regeringens riktvärde för valutaskulden reducerade dock denna risk.

Regeringen anser att de amorteringsbeslut som fattats av Riksgäldskontoret varit rimliga och välgrundade, både ur kostnads- och risksynpunkt.

³ Valutafördelningen i TCW-index liknar valutaskuldens sammansättning och därför är TCW-index ett användbart mått när tillämpningen av valutamandatet skall utvärderas.

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets val att inte avvika från durationen i riktlinjerna för den nominella skulden bedöms som väl motiverat. Strategin med olika duration för kron- och valutaskulden kan för åren 1999–2003 anses motiverad jämfört med om den i riktlinjerna angivna durationen använts i båda skuldslagen.

Bakgrund: Regeringens riktlinjer reglerar endast riktvärdet för den genomsnittliga durationen i den nominella kron- och valutaskulden. Gränserna för de faktiska variationerna i durationen i den nominella skulden beslutas av Riksgäldskontoret. I riktlinjebeslutet för 2003 angavs följande:

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

Riktvärdet för durationen i den nominella skulden förkortades från 3,0 till 2,7 år under 2000 och har sedan dess hållits oförändrat. Avvikelseintervall, inom vilket Riksgäldskontoret får besluta, har sedan införandet 2000 uppgått till $\pm 0,3$ år.

Riktlinjen för durationen i den samlade nominella skulden ger Riksgäldskontoret ett visst utrymme för strategiska positioner baserade på bedömningar av den långsiktiga ränteutvecklingen. Om Riksgäldskontoret avser att avvika från riktvärdet, skall avvikelsen motiveras och de kostnads- och riskmässiga effekterna redovisas. Detsamma gäller om Riksgäldskontoret väljer att inte avvika från riktvärdet.

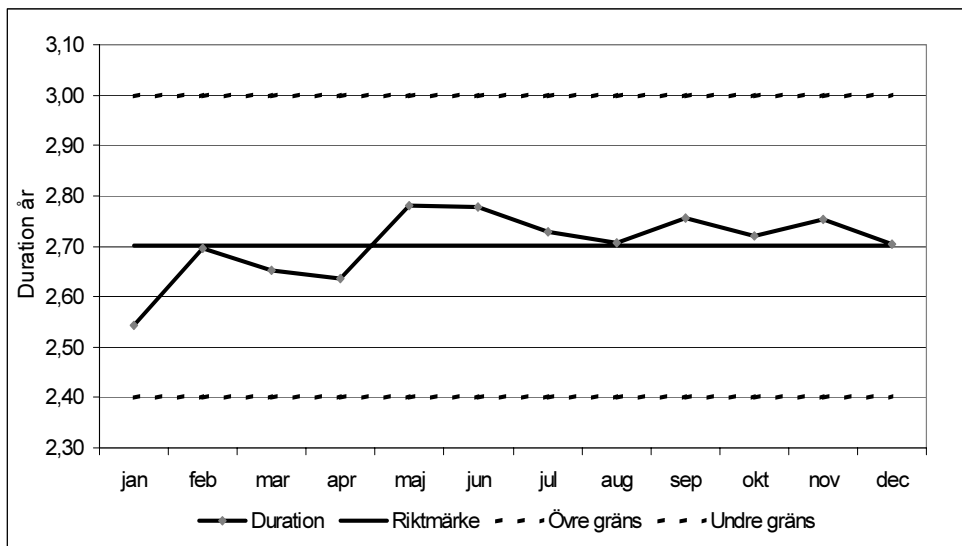
Under 2003, liksom under tidigare år, valde Riksgäldskontoret att inte avvika från riktvärdet på 2,7 år. Riksgäldskontorets analys, som bygger på antagandet om en i genomsnitt positivt lutande avkastningskurva, pekar på att man runt riktvärdet på 2,7 år får en rimlig avvägning mellan kostnad och risk. Lägre kostnad med kortare upplåning skall vägas mot en ökad refinansieringsrisk då skulden måste omsättas snabbare.

Riksgäldskontoret tillämpade under 2003, på samma sätt som under tidigare år, skilda löptider i de nominella skuldslagen. Den nominella skuldens sammanvägda duration på 2,7 år uppnåddes genom att riktvärdet för durationen i kronskulden sattes till 2,9 år och motsvarande riktvärde för valutaskulden sattes något lägre, till 2,3 år. Den faktiska durationen tilläts avvika från de angivna riktvärdena med maximalt $\pm 0,3$ år.

Under 2002 hölls durationen för valutaskulden i stort sett konstant på riktvärdet 2,3 år. Däremot var durationen i den nominella kronskulden låg under 2002, vilket främst förklaras av att statskuldväxelstocken var större än väntat beroende på ett oväntat stort lånebehov, inte minst i slutet av året. Sammantaget innebar detta att durationen för den samlade nominella skulden under 2002 var förhållandevis låg.

Även under inledningen av 2003 var durationen låg. Obligationsemissionerna ökades successivt för att motverka effekten av det ökade lånebehovet. Skuldens storlek och externa krav på en upplåningspolicy som präglas av förutsägbarhet gör att det tar tid att genomföra en dylik durationsanpassning. Durationen steg dock som förväntat mot riktmärket under den första halvan av 2003. I genomsnitt låg durationen under 2003 kring riktmärket 2,7 år.

Diagram 4.2: Durationsutveckling för den nominella skulden 2003.



Källa: Riksgäldskontoret.

Skälen för regeringens bedömning: Ett skäl till att utnyttja flexibiliteten och avvika från det angivna riktvärdet för durationen skulle vara om avkastningskurvan eller räntenivån väsentligt avviker från vad som betraktas som en långsiktigt neutral nivå. Historiskt låga amerikanska räntor under 2003 kunde ha utgjort ett skäl till en förlängning av dollar-skulden. Riksgäldskontoret bedömde dock att den amerikanska avkastningskurvan vid tidpunkten för förlängningen var så pass brant att förlängningen skulle ha inneburit en alltför kraftig kostnadsökning på kort sikt. Med hänvisning till risken att de långa räntorna skulle förbli låga eller falla ytterligare valde Riksgäldskontoret att inte ändra riktvärdet för durationen. Regeringen ser ingen anledning att göra någon annan bedömning än den Riksgäldskontoret gjorde.

De kostnads- och riskmässiga effekterna av olika duration i den nominella kronskulden och valutaskulden är små. Om avkastningskurvan i Sverige har samma lutning som avkastningskurvorna utomlands, är någon uppdelning av durationen inte nödvändig av kostnadsskäl. Om däremot de internationella avkastningskurvorna till övervägande del är brantare än den svenska, vilket kan sägas ha varit fallet under 2003, kan en kortare duration i valutaskulden förefalla vara mer kostnadseffektivt. De beräkningar som Riksgäldskontoret gjort tyder dock på att det måste till förhållandevis stora durationsskillnader mellan de olika skuldslagen för att få en markant skillnad i risk- och kostnadsegenskaper.

Den huvudsakliga orsaken till olika duration i den nominella kronskulden och valutaskulden är att det av marknadsvårdsskäl krävs en något högre duration i den nominella kronskulden än 2,7 år för att upprätthålla likviditeten i marknaden längs hela avkastningskurvan. Att ha en något högre duration i kronskulden gör det möjligt att emittera en större andel obligationer i långa löptider. Regeringen bedömer att Riksgäldskontoret på detta sätt främjar likviditeten i obligationsmarknaden.

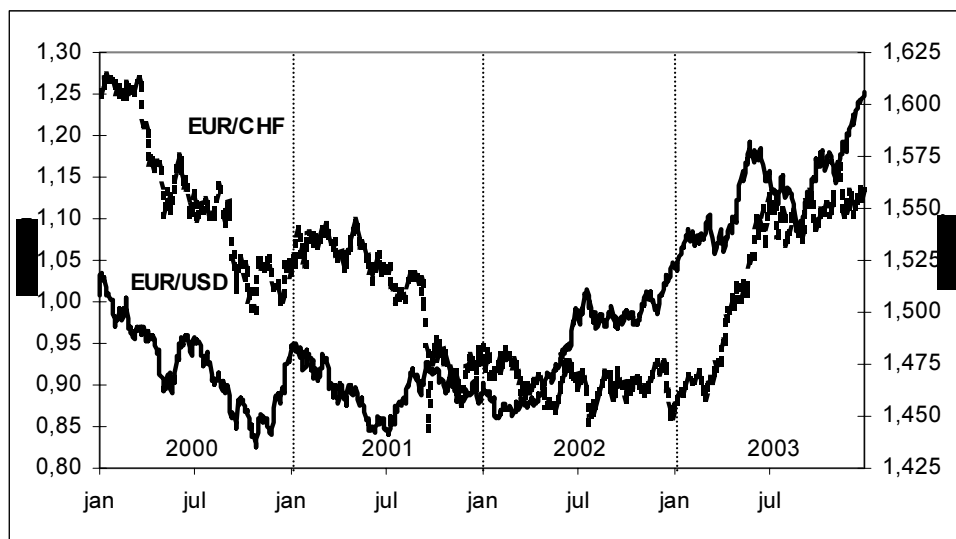
Regeringen konstaterar att durationsanpassningen nu är avklarad och att durationen i den samlade nominella skulden åter ligger omkring riktmärket på 2,7 år. Regeringen anser att Riksgäldskontoret framöver, i ett tidigt skede, bör vidta de åtgärder som krävs för att undvika att hamna i liknande situationer som under 2001 och 2002, där durationen av tekniska orsaker under långa perioder ligger under, eller över, riktvärdet.

4.3 Den strategiska dollarpositionen

Regeringens bedömning: Det är positivt att den strategiska valutapositionen i dollar som togs under slutet av 2000 har avvecklats med en vinst motsvarande ca 4,5 miljarder kronor.

Bakgrund: I slutet av december 2000 beslutade Riksgäldskontoret att ta en strategisk valutaposition genom att öka andelen skuld i amerikanska dollar på bekostnad av andelen skuld i euro. Valutapositionen, som var att betrakta som en av styrelsen beslutad tillfällig position, baserades på Riksgäldskontorets bedömning att dollarn vid tillfället för positionstagningen var kraftigt övervärderad mot euron och att euron på sikt skulle förstärkas.

Den strategiska dollarpositionen uppgick till ca 24 miljarder kronor, motsvarande sex procent av valutaskulden. Växlingen gjordes genom terminsköp av euro och motsvarande försäljning av dollar. I början av 2002 startade eurons trendmässiga förstärkning mot dollarn och i juli 2002 påbörjade Riksgäldskontoret den gradvisa avvecklingen av valutapositionen. Förstärkningen av euron fortsatte under 2003 och sommaren 2003 stängdes den sista delen av positionen. Riksgäldskontoret köpte dollar till en kurs motsvarande 0,897 dollar för en euro och sålde dollar till genomsnittskursen 1,087.



Källa: Ecwin.

Vinsten från den strategiska valutapositionen uppgick till sammanlagt ca 4,5 miljarder kronor. Den realiserade valutavinsten uppgick till 4,2 miljarder kronor. Räntevinsten, till följd av att kontoret via terminskontrakt lånade till en låg amerikansk ränta och placerade till en högre europeisk ränta, uppgick till 300 miljoner kronor. Vinsten innebar, i takt med att den realiserades, lägre räntekostnader för valutaskulden och följaktligen ett lägre upplåningsbehov i svenska kronor.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen anser att strategiska valutapositioner, motsvarande dollarpositionen, bör utvärderas på samma sätt som Riksgäldskontorets operativa valutaförvaltning. Det innebär att dollarpositionens faktiska kostnader skall jämföras med valutariktmärkets hypotetiska kostnader. Avvikelsen från riktmärket anger i marknadsvärdestermerna om den strategiska valutapositionen lett till besparingar eller fördyringar.

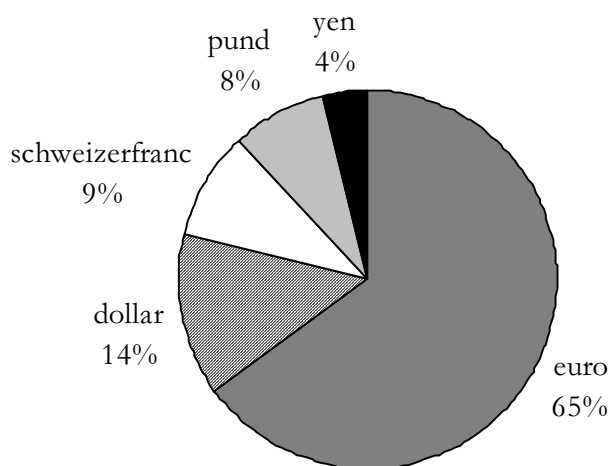
Den strategiska dollarpositionen är ett exempel på när Riksgäldskontoret anpassar sin upplåning och skuldförvaltningsstrategi till rådande marknadsläge. Det är också vad regeringen uppmanat Riksgäldskontoret att göra. Det är positivt att den strategiska valutapositionen i dollar som togs under slutet av 2000 har avvecklats med en vinst motsvarande ca 4,5 miljarder kronor.

4.4 Valutasammansättningen i riktmärket för valutaskulden

Regeringens bedömning: Ökningen av andelen schweizerfranc i riktmärket för valutaskulden, som gjordes under 2000, har sammantaget inneburit en kostnadsbesparing på ca 600 miljoner kronor under den senaste fyraårsperioden. Att den ackumulerade kostnadsbesparingen under utvärderingsperioden för första gången visade positivt resultat är glädjande.

Bakgrund: Skulden i utländsk valuta är fördelad på flera valutor; euro, dollar, pund, yen och schweizerfranc. Regeringen har delegerat till Riksgäldskontoret att bestämma hur denna fördelning skall se ut och Riksgäldskontorets styrelse har fastställt ett riktmärke för valutafördelningen; se diagram 4.4.

Diagram 4.4: Riktmärkesportföljens valutafördelning 2003-12-31.



Källa: Riksgäldskontoret.

Syftet med att fördela valutaskulden på flera valutor är alltså att minimera risken för fluktuationer i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor till följd av kursrörelser mellan de i skulden ingående valutorna. Då Riksgäldskontorets uppgift är att minimera kostnaderna med hänsyn taget till risk är ett sådant riskminimerande riktmärke inte nödvändigtvis det självklara valet. Riksgäldskontoret analyserar återkommande om den valda valutafördelningen är väl avvägd, eller om det finns skäl att göra några förändringar.

Inför 2000 gjorde Riksgäldskontoret ett mindre avsteg från riskminimeringsstrategin då andelen skuld i schweizerfranc ökades permanent med fem procentenheter samtidigt som andelen skuld i euro minskade i motsvarande omfattning. Riksgäldskontoret baserade beslutet att ändra valutariktmärket på bedömningen att skuld i schweizerfranc till följd av den systematiskt låga räntenivån i Schweiz långsiktigt skulle ge en lägre kostnad än motsvarande skuld i euro, samtidigt som risken i statens samlade balansräkning endast skulle öka marginellt. Analysen visade att det såväl under kortare perioder som under den senaste tjugoårsperioden varit billigare att låna i schweizerfranc än i övriga europeiska valutor. Förändringen av andelen schweizerfranc gjordes eftersom Riksgäldskontoret bedömde att ränteskillnaden skulle bestå och att denna ränteskillnad inte fullt ut skulle motverkas av en förstärkning av schweizerfrancen. Riksgäldskontoret avser inte ändra andelen schweizerfranc i valutariktmärket så länge schweizerfranc framstår som en stabil lågräntevaluta.

Den högre andelen schweizerfranc minskade under 2003 kostnaderna för statsskulden med ca 1,6 miljarder kronor. Merparten av kostnadsbesparingen, 1,3 miljarder kronor, berodde på att schweizerfrancen försvågades mot euron under året och resterande 300 miljoner kronor berodde på lägre räntekostnader. Sammantaget har omviktningen av riktmärket för valutaskulden inneburit en kostnadsbesparing på ca 600 miljoner kronor under den senaste fyraårsperioden. Utvärderingen bör dock ske på lång sikt då resultatet på kort sikt kan variera till följd av tillfälliga växelkursrörelser.

Skälen för regeringens bedömning: Omviktningen av riktmärket för valutaskulden till förmån för ökad skuld i schweizerfranc är av en annan karaktär än den tidigare beskrivna dollarpositionen. Förändringen av dollarandelen är att betrakta som en av styrelsen beslutad tillfällig position, medan ökningen av andelen schweizerfranc är en permanent förändring av riktmärket för valutaskulden. Det innebär att ökningen av andelen schweizerfranc bör utvärderas i ett mycket långt tidsperspektiv. Regeringen konstaterar att nettoeffekten av omviktningen blev mycket hög under 2003, främst till följd av en gynnsam utveckling av schweizerfrancen. Att den ackumulerade kostnadsbesparingen under utvärderingsperioden dessutom för första gången visade positivt resultat är glädjande.

4.5 Marknads- och skuldvard i kronskulden

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets mål för marknads- och skuldvarlden har varit rimliga och ger goda förutsättningar för att minska lånekostnaderna för statsskulden.

Bakgrund: En väl fungerande statspappersmarknad är en viktig förutsättning för att nå det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Riksgäldskontoret har under årens lopp vidtagit en rad åtgärder som direkt eller indirekt kan bidra till att långsiktigt sänka de absoluta räntekostnaderna för statsskulden. Många av dessa åtgärder är dock svåra att utvärdera kvantitativt och därför baseras utvärderingar av marknadsvard i stor utsträckning på kvalitativa analyser och överväganden.

Förra året gjorde Riksgäldskontoret en mer djupgående utvärdering av marknadsvården och dess effekter och en särskild rapport om marknadsvård lämnades till regeringen.⁴ Slutsatsen från den studien var att den svenska statspappersmarknaden och Riksgäldskontorets marknadsvård förefaller stå sig väl i en jämförelse med andra europeiska länder.

En väl genomtänkt upplåningsstrategi är en av de viktigaste delarna i marknadsvården. Riksgäldskontorets upplåningspolicy kännetecknas av förutsägbarhet och transparens. Prognoser över statens framtida lånebehov och viktiga policybeslut redovisas exempelvis i rapporten *Statsupplåning – prognos och analys* tre gånger per år. Riksgäldskontorets tänkta finansiering annonseras via en allmänt tillgänglig emissionsplan.

I den elektroniska interbankmarknaden, som startade 2001, ställer Riksgäldskontorets återförsäljare priser gentemot varandra i två-, fem-, och tioåriga benchmarklån. Omsättningen i den elektroniska interbankhandeln utgör omkring 40 procent av den totala interbankhandeln mellan återförsäljarna. Övrig interbankhandel sker via mäklare.

Skälen för regeringens bedömning: Utvärderingen av styrelsens beslut om mål för skuld- och marknadsvård avser främst valet av mål och prioriteringar samt om dessa förväntas leda till de eftersträvade effekterna. Själva utvärderingen av Riksgäldskontorets genomförda aktiviteter inom marknadsvården, exempelvis byten och uppköp av realobligationer samt marknadsvårdande repor för nominella obligationer och statsskuldväxlar, görs i anslutning till utvärderingen av den operativa förvaltningen av respektive skuldslag.

En väl genomtänkt marknads- och skuldvard innebär med stor sannolikhet besparingar i form av lägre upplåningskostnader. Hög likviditet är viktigt för att investerare skall känna sig säkra på att de kommer att kunna sälja statspapperen till marknadsmässiga priser i framtiden. En hög likviditet innebär också en lägre likviditetsriskpremie, vilket betyder lägre upplåningskostnader för staten.

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

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

⁴ Riksgäldskontorets marknadsvård i ett internationellt perspektiv, Riksgäldskontoret, 2003.

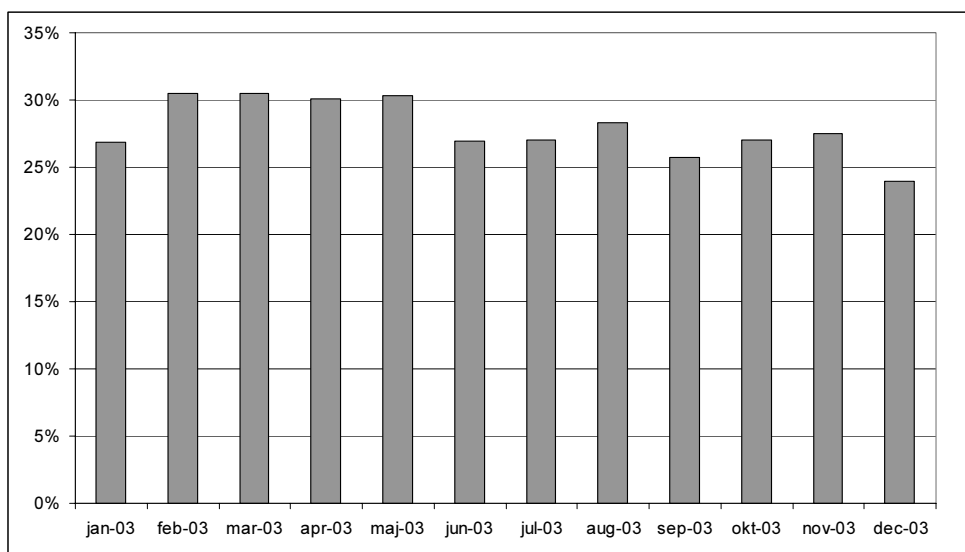
4.6 Statsskuldens förfalloprofil

Regeringens bedömning: Trots att andelen lån som förföll inom de närmaste tolv månaderna under 2003 genomgående låg något över 25 procent anses målet om en spridd förfalloprofil ha uppnåtts. Riksgäldskontoret agerade sammantaget i överensstämmelse med målet för statsskuldsförvaltningen.

Bakgrund: Regeringens riktlinjer om statsskuldens förfalloprofil gäller hela skulden; nominell- och real kronskuld samt valutaskuld, dock inte derivat. Inför 2003 beslutades att låneplanering och skuldförvaltning skulle inriktas så att inte mer än 25 procent av skulden omsattes inom de närmaste tolv månaderna. I övrigt uttryckte riktlinjerna att Riksgäldskontoret skulle eftersträva en utspridd förfalloprofil i statsskulden.

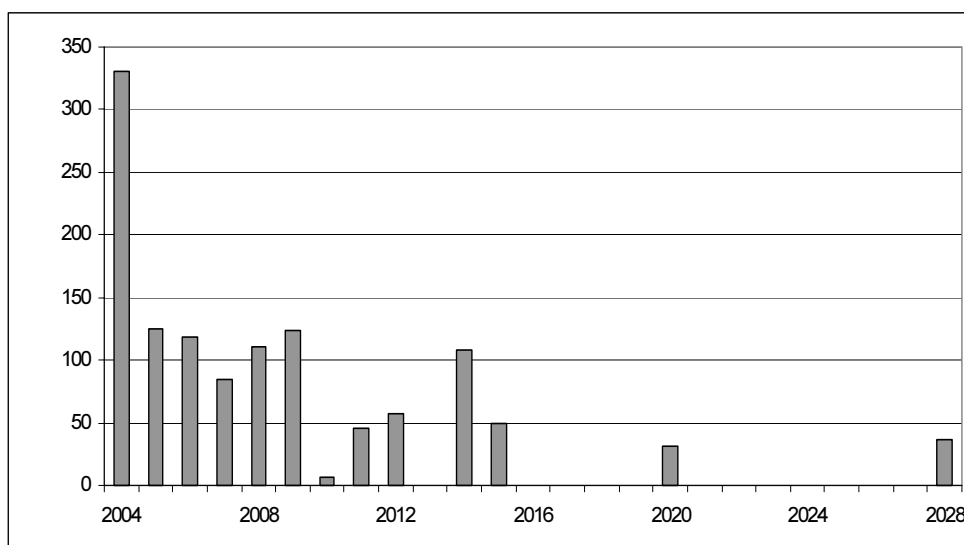
Andelen utestående skuld som förföll inom tolv månader var under 2003 större än 25 procent under elva av årets tolv månader; se diagram 4.5. Riksgäldskontoret har haft viss svårighet att kombinera durationsmålet med riktlinjen för statsskuldens förfalloprofil.

Diagram 4.5: Andel skuld i procent med förfall inom tolv månader, 2003.



Källa: Riksgäldskontoret.

Diagram 4.6: Förfalloprofil för den samlade statsskulden den 31 december 2003 (miljarder kronor). Skr. 2003/04:104



Källa: Riksgäldskontoret.

Anm. Stapeln för 2004 avser förfall i statsskuldväxlar, nominella obligationer och realobligationer. Anledningen till att förfallen under 2004 kraftigt avviker från övriga år är att statsskuldväxlarnas löptid normalt inte överstiger tolv månader.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen kan konstatera att andelen lån med förfall inom tolv månader under 2002 var genomgående större än riktvärdet på 25 procent. För 2003 var situationen i princip densamma då 25-procentsgränsen överskreds under elva av tolv månader. Förklaringen bedöms i stort sett vara densamma som till den i förhållande till riktvärdet korta durationen under merparten av 2002 och inledningen av 2003, dvs. ett oväntat stort lånebehov som på kort sikt finansierades med statsskuldväxlar. Emissionsvolymerna i nominella obligationer ökades successivt under 2003 för att möta det större lånebehovet och för att förlänga en alltför kort duration. Effekterna både för durationen och för förfalloprofilen är emellertid tröga, vilket innebar att andelen lån med förfall inom tolv månader förblev större än riktvärdet på 25 procent under merparten av året. En möjlighet för Riksgäldskontoret att komma till rätta med detta problem vore att emittera mer nominella statsobligationer, men detta hade då i stället inneburit att durationen blivit för hög.

Regeringen upplever inte överskridandet av förfalloprofilsrestriktionen 2003 som något stort problem ur refinansieringsrisksynpunkt. Att minska risken för att stora volymer måste refinansieras vid en tidpunkt då ränteläget är ofördelaktigt är snarast en naturlig del i Riksgäldskontorets skuldförvaltning. Regeringens syn på förfalloprofilsrestriktionen förtydligades i riktlinjebeslutet för 2004 då riktlinjen för statsskuldens förfalloprofil slopades.

Trots att andelen lån som förföll inom de närmaste tolv månaderna under 2003 genomgående låg något över 25 procent anser regeringen att målet om en spridd förfalloprofil har uppnåtts. Riksgäldskontoret agerade sammantaget i överensstämmelse med målet för statsskuldförvaltningen.

5 Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut

Skr. 2003/04:104

5.1 Lån och skuldförvaltning i utländsk valuta

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta jämfört med de alternativa upplåningsformer som står till buds. Resultatet för den aktiva förvaltningen av valutaskulden 2003 blev 937 miljoner kronor och för utvärderingsperioden 1999–2003 uppgick resultatet till 138 miljoner kronor. Den aktiva förvaltningen av valutaskulden har därmed uppfyllt det uppställda kvantitativa målet. Regeringen bedömer att Riksgäldskontorets övertagande av valutaväxlingarna har fungerat väl. Riksgäldskontoret har växlat valuta i linje med den kostnadsneutrala banan, vilket innebär att inga aktiva positioner har tagits under året.

Bakgrund

Upplåning i utländsk valuta

Under 2003 amorterades valutaskulden med 25,4 miljarder kronor. Samtidigt förföll gamla lån i utländsk valuta motsvarande 46,8 miljarder kronor. Valutaupplåningen, dvs. mellanskillnaden motsvarande 21,5 miljarder kronor, gjordes dels med direkt upplåning av utländsk valuta, dels med emissioner av obligationer i svenska kronor som sedan swappades till skuld utländsk valuta.

Tabell 5.1: Volymer för de olika upplåningsinstrumenten 1999–2003 (miljarder kronor).

	1999	2000	2001	2002	2003
Förfall av publika lån och privata placeringar	64,7	59,3	28,2	35,4	29,5
Förfall av valutaswappar	-	-	9,2	18,1	11,2
Realiserade valutadifferenser	-6,2	-6,2	12,3	6,7	5,2
Övrigt	1,4	-1,6	4,6	-7,4	-
Summa förfall	59,9	51,5	54,3	52,8	45,9
Publika lån och privata placeringar	22,3	-	-	33,1	10,6
Kron-/valutaswappar	40,0	24,4	35,0	21,2	10,6
Statsskuldväxlar i utländsk valuta					
Commercial papers (CP) ¹	-25,7	-	4,2	-3,3	-0,9
Summa upplåning	36,5	24,4	39,2	51,0	20,3
Nettoupplåning	-23,3	-27,1	-15,1	-1,8	-25,6
Övrigt ²					0,2
Amortering					-25,4

Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Upplåningen via CP avser nettoupplåning, övriga poster avser bruttoupplåning. Under 2003 har ingen bruttoupplåning i CP gjorts. Det redovisade utfallet för året avser således förfallande lån. Summa upplåning för 2003 var 21,3 miljarder kronor och summa refinansiering 46,8 miljarder kronor.

² Amorteringarna på valutaskulden uppgick under 2003 till 25,4 miljarder kronor. Nettoupplåningen på 25,6 miljarder kronor skall således justeras med 0,2 miljarder kronor avseende exponeringsförändringar från valutaväxlingar som inte fångas av de poster som redovisas i tabellen.

Kapitalmarknadsupplåningen gjordes dels i två nya obligationslån, dels utökades redan befintliga lån. Lånen såldes främst till små och medelstora placerare i Europa. Sveriges förhållandevis begränsade lånebehov och ett stort intresse för svenska obligationer i utländsk valuta gav under 2003 fortsatt allt bättre lånevillkor för direkt valutaupplåning. Genomsnittskostnaden på 27 räntepunkter under USD Libor⁵ var drygt 7 räntepunkter lägre än 2002.

Tabell 5.2: Upplåningskostnad för olika upplåningsformer 1999–2003 (räntepunkter under USD Libor).

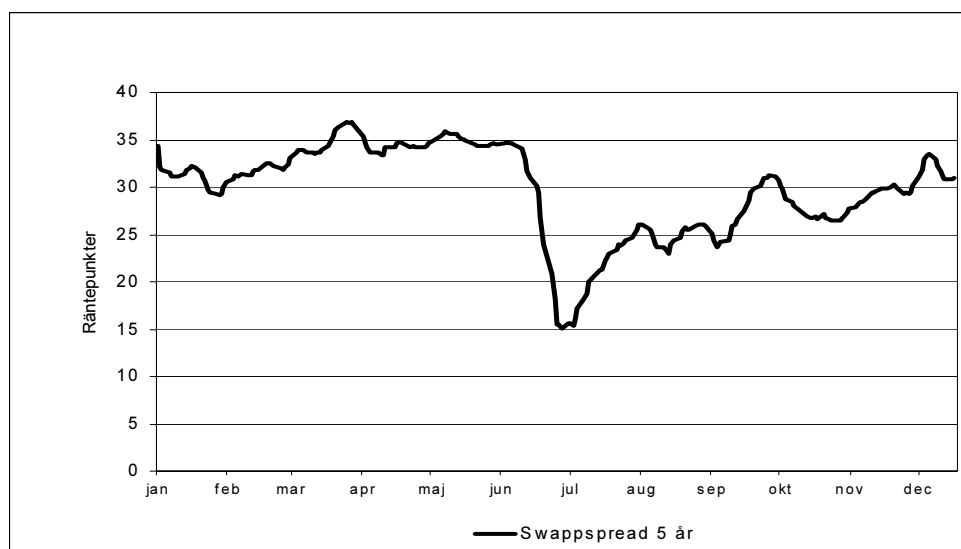
	1999	2000	2001	2002	2003
Publika lån	-3,0	-	-	-19,8	-26,9
Kron-/valutaswappar	-60,0	-66,6	-47,0	-26,6	-28,2
Privata placeringar	-24,8	-	-	-	-
Statsskuldväxlar i utländsk valuta	-18,8	-	-	-	-
Genomsnittlig kostnad¹	-39,6	-66,6	-47,0	-22,5	-27,5

Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Genomsnittlig kostnad exklusive statsskuldväxlar i utländsk valuta.

Riksgäldskontoret har under en följd av år använt sig av kron-/valutaswappar som upplåningsform för valutaupplåning. Det är en typ av upplåning som innebär att vinster från skillnaden mellan swapprentan och statsobligationsrentan, dvs. swappspreaden, låses in mot den korta lånerentan i euro. Swappspreaden minskade successivt fram till EMU-omröstningen i september 2003. Därefter vidgades spreaden något, men följde i övrigt den internationella utvecklingen. Kostnaden för att låna upp i Sverige och swappa till skuld i utländsk valuta var under 2003 28 baspunkter under USD Libor.

Diagram 5.1: Swappspread med fem års löptid (räntepunkter).



Källa: Ecwin.

⁵ USD Libor är en jämförelsestandard. Räntor i olika valutaslag och löptider transformeras till samma valuta (amerikanska dollar) och löptid (6 månader) vilket möjliggör jämförelser mellan räntor på rättvisande grunder.

Det är upplåningskostnaderna med hänsyn taget till risk som avgör hur Riksgäldskontoret väljer att fördela upplåningen i utländsk valuta mellan kron/swappupplåning och direkt upplåning. En kostnadsjämförelse måste även ta hänsyn till indirekta effekter. Fördelningen bestämmer inte bara kostnaderna för valutaupplåningen, utan även i vilket utsträckning ränteswappar kan användas i kronupplåningen. Den totala volymen ränteswappar bestäms av rådande marknadsförhållanden. Detta innebär att ju mer ränteswappar som används i valutaupplåningen, desto mindre utrymme blir kvar att använda i kronupplåningen.

Riksgäldskontorets swaptransaktioner

Kort upplåning kan genomföras genom att emittera statskuldväxlar eller genom att först emittera en statsobligation och sedan göra en ränteswapp. Att skapa kort ränteexponering via swappmarknaden innebär att Riksgäldskontoret först emitterar en obligation i svenska kronor genom ordinarie obligationsemission. Därefter görs en ränteswapp i svenska kronor, där Riksgäldskontoret mottar fast ränta (swappränta) och betalar rörlig ränta (Stibor). Eftersom den långa swappräntan regelmässigt är högre än statspappersräntan gör kontoret här en vinst. Samtidigt betalar Riksgäldskontoret en något högre ränta (Stibor) än statskuldväxelräntan. Med detta förfarande utnyttjas statens relativa styrka som låntagare i långa löptider och upplåningskostnaderna kan sänkas.

Riksgäldskontoret har av kostnadsskäl valt att ta upp lån i svenska kronor och genom skuldbytesavtal (kron/valutaswappar) omvandla lånen till skuld i utländsk valuta. Detta har i de flesta fall under senare år visat sig billigare än direkt upplåning i utländsk valuta. Att skapa valutaexponering via swappmarknaden innebär att Riksgäldskontoret först genomför en ränteswapp enligt ovan. Därefter görs en valutaswapp, en s.k. basswapp, som innebär att man byter rörlig ränta i kronor mot rörlig ränta i utländsk valuta (skuldbytesavtal). Samtidigt köper Riksgäldskontoret den utländska valutan avista då transaktionen ingås och säljer valutan då den stängs. Basswappen har samma löptid som ränteswappen men räntebetalningarna baseras på tre- eller sexmånaders rörlig ränta. I basswapparna mottar Riksgäldskontoret rörlig Stiborränta, och betalar rörlig ränta i t.ex. euro, Euribor. Med denna teknik kan Riksgäldskontoret tillgodogöra sig swappspreaden minus en mindre kostnad för att genomföra basswappen. Upplåningskostnaden blir i princip den rörliga Euriborräntan minus swappspreaden.

I praktiken begränsas utrymmet för ränteswappar av att Riksgäldskontoret är en stor aktör på kronmarknaden. Utrymmet kan användas för att ersätta statskuldväxlar eller som en del av valutaupplåningen. I avvägningen är kostnaderna för direkt valutaupplåning viktiga.

Förvaltning av valutaskulden

Riksgäldskontoret har möjlighet att inom väl definierade ramar bedriva en aktiv förvaltning av valutaskulden. Den operativa förvaltningen av valutaskulden är, till skillnad från den nominella kronskulden, inriktad på aktivt positionstagande gentemot riktmärket. Positioneringen baseras i huvudsak på överväganden dels om förväntad ränteutveckling, dels om förväntad valutakursutveckling.

Riksgäldskontorets aktiva förvaltning av valutaskulden visade under 2003 ett starkt positivt resultat, 880 miljoner kronor. Riksgäldskontorets strategi på valutasidan var att positionera sig för en svagare dollar, men även för en starkare euro mot schweizerfranc. Dessa positioner gav under året upphov till huvuddelen av vinsterna, 656 miljoner kronor. De mest framgångsrika strategierna på räntesidan var positioner för lägre europeiska räntor samt att amerikanska räntor åter skall komma upp över de europeiska. Kontoret positionerade sig även periodvis framgångsrikt för sänkt eller bibehållen styrränta från ECB och Federal Reserve. Räntepositionerna gav sammantaget ett resultat på 224 miljoner kronor.

Tabell 5.3: Resultat av förvaltning av skulden i utländsk valuta i förhållande till riktmärket 1999–2003 (miljoner kronor).

	1999	2000	2001	2002	2003	Hela perioden
Total förvaltning	-546	-584	-103	434	937	138
Riksgäldskontoret	-506	-604	-78	392	880	84
Varav:						
Räntepositioner	65	110	83	-78	224	404
Valutapositioner	-571	-714	-161	470	656	-320
Externa förvaltare	-40	20	-25	42	57	54

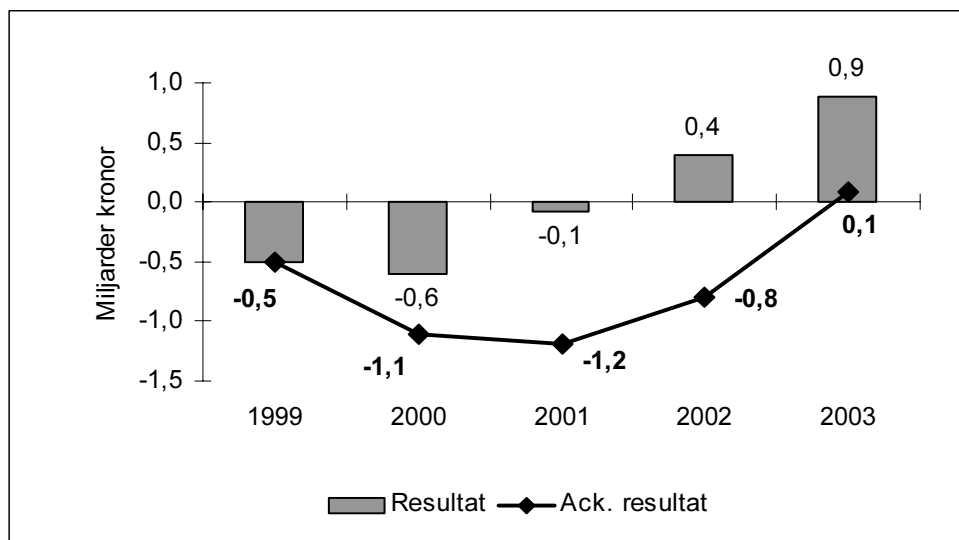
Källa: Riksgäldskontoret.

För att riskdiversifiera förvaltningen av valutaskulden samt för att få en uppfattning om hur effektiv den egna förvaltningen är anlitar Riksgäldskontoret sedan 1992 ett antal externa förvaltare. Vid utgången av 2003 var de externa förvaltarna sju till antalet; ABN Amro, Blackrock, Credit Suisse Asset Management, Fischer Francis Trees and Watts, Goldman Sachs Asset Management, Pimco Asset Management samt State Street Global Advisors. Förvaltarna har samma riskmandat som Riksgäldskontoret men förvaltar mindre belopp, sammanlagt en referensportfölj på 30 miljarder kronor. Spridningen i resultat mellan förvaltarna var ganska stor under 2003 men i genomsnitt var resultatet positivt, 57 miljoner kronor.

Riskmättet, mätt som hur mycket kostnaden har varierat under året, indikerar att Riksgäldskontorets resultat inte har uppnåtts till priset av ett högre risktagande jämfört med de externa förvaltarna. Det är snarare så att Riksgäldskontorets uppnått ett bättre resultat trots lägre risktagande.

Sammantaget uppgick resultatet i den operativa valutaförvaltningen till 937 miljoner kronor 2003 och till 138 miljoner kronor för utvärderingsperioden 1999–2003. Sett över hela utvärderingsperioden har räntepositionerna genererat ett positivt resultat, medan valutapositionerna har gett upphov till ett negativt resultat.

Diagram 5.2: Resultat av förvaltning av skulden i utländsk valuta i förhållande till riktmärket 1999–2003 (miljarder kronor). Skr. 2003/04:104



Källa: Riksgäldskontoret.

Den operativa förvaltningen av valutaskulden

Den aktiva förvaltningen av valutaskulden bedrivs i syfte att sänka kostnaderna relativt en passivt förvaltd valutaskuld. Valutafördelningen och nivån på ränterisken i valutaskulden fastställs av Riksgäldskontorets styrelse och avspeglas i ett riktmärke. Inom ramen för av styrelsen fastställda limiter för avvikelser från riktmärket kan en aktiv förvaltning av valutaskulden bedrivas. På operativ nivå tas positioner på olika delmarknader genom förändringar dels i andelen skuld i en viss valuta, dels i genomsnittlig löptid och löptid i respektive valutaslag.

Sedan februari 2000 sköter Riksgäldskontoret valutaförvaltningen med hjälp av två separata portföljer i stället för som tidigare med en enda riktmärkesportfölj. Den ena portföljen, den ”passiva”, avser att på daglig basis placera skulden enligt riktmärkets valutafördelning och durationsmål. I den andra portföljen, den ”aktiva”, tas positioner inom de limiter som styrelsen fastställt. Utformningen av valutariktmärket har inneburit en ökad genomlysning och en enklare hantering av den aktiva såväl som den passiva portföljen. Bland annat mäts nu resultatet direkt i de transaktioner som positionerna i den aktiva portföljen tagits med. Resultatet uppstår därmed som en relativ kostnad jämfört med kostnaden för den passiva portföljen.

De resultat som Riksgäldskontoret uppnår i förvaltningen av valutaskulden ger en relativt entydig bild av kontorets prestationer. Detta beror på att kontoret fr.o.m. 2000 beslutat lägga stora och strategiska positioner i riktmärket för valutaskulden (se avsnitt 4.4) och därmed undviker att den aktiva portföljen tyngs av stora och orealiserade resultat. Förvaltningsresultatet störs inte heller av hänsyn till marknadsvärdande aspekter eftersom kontorets upplåningspolitik knappast har någon påverkan på räntebildningen i utländsk valuta.

Sedan regeringens riktlinjebeslut för 2002 har det varit möjligt för Riksgäldskontoret att växla valuta direkt på marknaden i stället för som tidigare med Riksbanken. Riksgäldskontoret växlade under 2003 valuta för motsvarande 38,5 miljarder kronor. Det primära syftet med valutaväxlingarna är att säkerställa att det finns tillräckligt med utländsk valuta för att täcka de dagliga valutaflödena.

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 i den mening att ett nollresultat uppnås om banan följs. För att inte skapa onödiga transaktionskostnader krävs därutöver en viss flexibilitet i växlingarna och därför har Riksgäldskontorets styrelse fastställt ett avvikelsemandat på ± 500 miljoner kronor per månad. Transaktioner inom intervallet betecknas som resultatneutrala och innebär att Riksgäldskontoret inte tar några aktiva positioner. Riksgäldskontoret följde under året den kostnadsneutrala banan och avvikelserna översteg inte ± 500 miljoner kronor.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen bedömer att kontoret har bedrivit en kostnadseffektiv valutaupplåning jämfört med de alternativa upplåningsformer som står till buds. Den kostnadsfördel som tidigare kunnat uppnås genom användande av skuldbytesavtal har successivt minskat. Samtidigt har villkoren på den internationella kapitalmarknaden förbättrats. Det bör också nämnas att Sverige för närvarande innehar högsta kreditbetyg hos samtliga kreditvärderingsinstitut, för såväl inhemsk upplåning som upplåning i utländsk valuta.

Målet för den aktiva förvaltningen är att uppnå lägre kostnader relativt en passivt förvaltat valutaskuld. Resultatet blev 937 miljoner kronor för 2003 och 138 miljoner kronor för utvärderingsperioden 1999–2003. Därmed har Riksgäldskontoret uppfyllt det uppställda kvantitativa målet.

I tidigare utvärderingar har regeringen kunnat konstatera att Riksgäldskontoret varit generellt sett bättre på att förutse ränteutvecklingen på olika marknader än att hantera variationer i de positioner som placerats i valuta. Regeringen anser det därför vara tillfredsställande att Riksgäldskontorets aktiva förvaltning 2003 samtidigt visade positivt resultat för både valuta- och ränte-positioner för första gången på fem år.

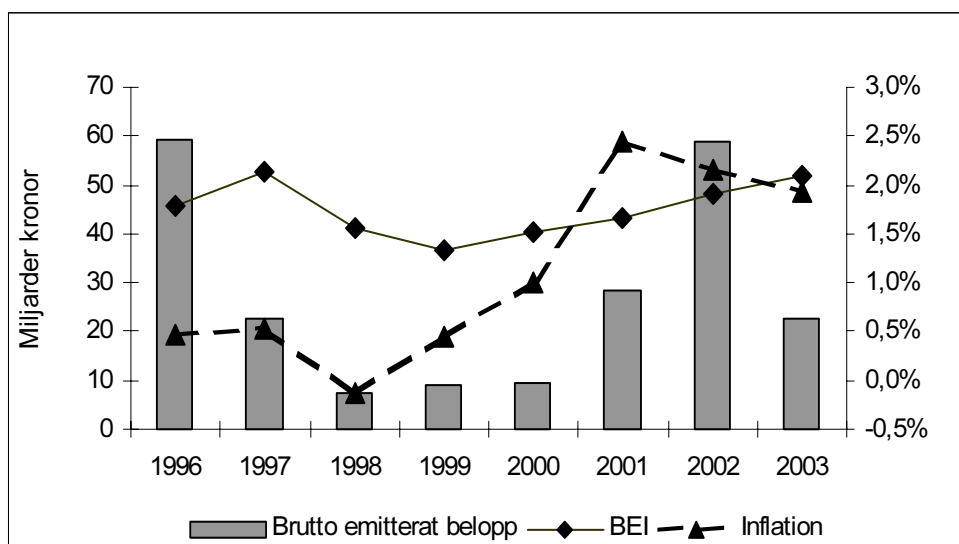
Regeringen bedömer att valutaväxlingarna har fungerat väl. Riksgäldskontoret har växlat valuta i linje med den kostnadsneutrala banan, vilket innebär att inga aktiva positioner har tagits under året.

5.2 Reala lån i svenska kronor

Regeringens bedömning: Regeringen konstaterar att andelen real-skuld, i enlighet med regeringens riktlinjer, successivt ökat under utvärderingsperioden, från 10 procent 1999 till 14 procent 2003. Riksgäldskontoret har uppnått det kvantitativa målet för realupplåningen i svenska kronor, då den reala upplåningen har varit billigare än motsvarande nominella upplåning i svenska kronor både för 2003 och för den femåriga utvärderingsperioden.

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

Diagram 5.3: Bruttovolym sålda realobligationer, break even-inflation (BEI, vägt genomsnitt) och faktisk inflation (miljarder kronor och procent).

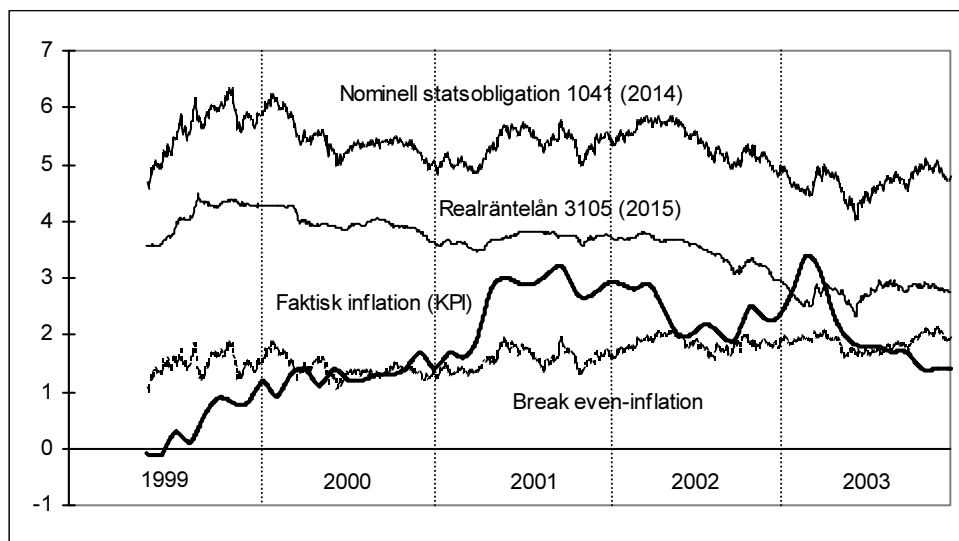


Källa: Riksgäldskontoret.

Anm. Emmitterat belopp avser vad som brutto sålts vid emissioner och i bytesfacilitet. Nyemissionerna uppgick till 18,2 miljarder kronor under 2003.

Efterfrågan på realobligationer var fortsatt stark under 2003. Detta avspeglades i höga teckningskvoter och fördelaktiga räntenivåer vid emissionerna samtidigt som emissionsvolymerna var större än föregående år. Ett flertal investerare genomförde under året omallokeringar i sina tillgångsportföljer mot en större andel räntebärande produkter, i synnerhet realobligationer. Trots att realräntorna var förhållandevis låga under 2003 ökade intresset för Riksgäldskontorets auktioner av realobligationer och även omsättningen på andrahandsmarknaden var högre än 2002. Totalt emitterade Riksgäldskontoret realränteobligationer till ett värde av drygt 25 miljarder kronor under 2003. Samtidigt bytte Riksgäldskontoret in och återköpte realobligationer för drygt 7 miljarder kronor. Nettoemissionerna för 2003 uppgick därmed till drygt 18 miljarder kronor.

Diagram 5.4: Nominell statsobligation nr. 1041, realräntelån nr. 3105, beräknad break even-inflation och inflation (KPI) 1999–2003.



Källa: Riksgäldskontoret.

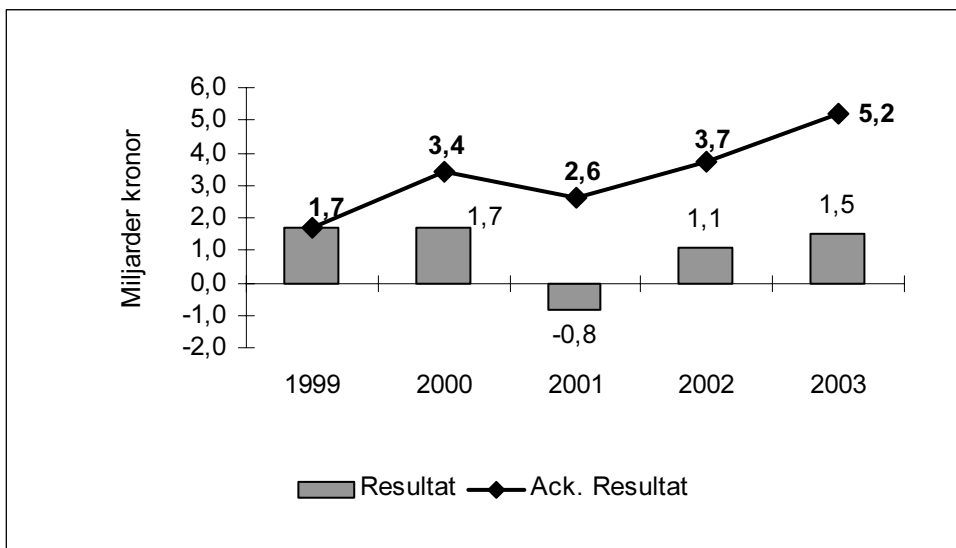
Den totala utestående stocken av realobligationer ökade från 157,2 till 171,8 miljarder kronor under 2003. Andelen realobligationer i statsskulden ökade från 13 till 14 procent. Detta är i enlighet med regeringens riktlinjer att andelen realskuld långsiktigt skall öka.

Den starka efterfrågan på realobligationer har avspeglats i fortsatt höga teckningskvoter och för Riksgäldskontoret fördelaktiga räntenivåer i auktionerna. Realobligationerna emitterades på break even-nivåer mellan 1,7 och 2,5 procent, med ett genomsnitt på 2,1 procent. Nivåerna var alltså i linje med Riksbankens inflationsmål.

Kostnadsbesparingen beräknas som kostnadsskillnaden mellan upplåning i nominella och reala obligationer. Måttet är indikativt. Vad det faktiska resultatet slutligen blir beror på den framtida inflationsutvecklingen fram till dess att reallånen förfaller till betalning, vilket för flertalet reallån är ganska långt fram i tiden. Det ackumulerade resultatet kan således både förbättras och försämrats beroende på inflationsutvecklingen framöver.

Det indikativa resultatet för realupplåningen 2003 var 1,5 miljarder kronor och ackumulerat resultat för den senaste femårsperioden uppgick till 5,2 miljarder kronor. Eftersom en stor del av realemissionerna skedde under de första åren, kan det vara intressant att följa det ackumulerade resultatet sedan starten av den svenska realobligationsmarknaden. Den samlade kostnadsbesparingen från det att verksamheten inleddes 1994 uppgår till 10,3 miljarder kronor. En ansevärd del av det ackumulerade resultatet beror på förhållandevis låga inflationsutfall under tidigare år.

Diagram 5.5: Indikativt resultat för upplåning i realobligationer fördelat per år och ackumulerat för 1999–2003 (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Indikativt resultat för realobligationer och break even-inflation

Det indikativa resultatet för realupplåningen beräknas som kostnadsskillnaden 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. Om inflationen under löptiden för ett reallån och ett lika långt nominellt lån uppgår till break even-inflationen vid emissionstidpunkten 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.

Riksgäldskontoret genomförde under 2003 flera aktiviteter i syfte att vårda marknaden för realobligationer. För att främja likviditeten ges exempelvis återförsäljarna av Riksgäldskontorets realobligationer möjlighet att löpande göra riskneutrala byten av obligationer. Intresset för denna bytesfacilitet ökade kraftigt under 2003 jämfört med föregående år. Främsta orsaken till detta var kanske att kontoret enbart genomförde rena emissioner i samtliga realauktioner under 2003, utan att erbjuda byten i emissionerna. Riksgäldskontoret tillhandahåller även en löpande uppköpsfacilitet för reallån med kort återstående löptid som förlorat i likviditet och där prisbildningen blivit volatil.

Skälen för regeringens bedömning: Realobligationer fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj då de ger möjlighet till ytterligare diversifiering av statsskulden och därmed till en minskad samlad risk i skulden. I regeringens riktlinjer för de senaste åren har angetts att andelen reallån i statsskulden långsiktigt skall öka. Regeringen konstaterar att andelen realskuld successivt ökat under utvärderingsperioden, från 10 procent 1999 till 14 procent 2003. Detta är i enlighet med regeringens riktlinjer.

Regeringen har inte angett någon ökningstakt för realupplåningen utan överlåtit detta beslut till Riksgäldskontoret. Ökningstakten i realobligationer skall vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk. Regeringen bedömer att marknaden för realobligationer kommer att fortsätta utvecklas, och att det därför finns skäl att utgå från att likviditetsriskpremien i realobligationer kommer att gå ner. Det innebär att Riksgäldskontorets emissionspolicy i framtiden mer kommer att kunna efterliknas emissionspolicyn för nominella obligationer, en upplåningsstrategi som i stor utsträckning präglas av förutsägbarhet och transparens.

Det ackumulerade indikativa resultatet för den reala upplåningen uppgick till hela 5,2 miljarder kronor för den senaste femårsperioden. Resultatet för 2003 var också positivt och uppgick till 1,5 miljarder kronor, det bästa resultat som Riksgäldskontoret uppnått sedan 2000. Regeringen konstaterar att Riksgäldskontoret har uppnått det kvantitativa målet för realupplåningen i svenska kronor, då den reala upplåningen har varit billigare än motsvarande nominella upplåning i svenska kronor både för 2003 och för den femåriga utvärderingsperioden.

5.3 Nominella lån i svenska kronor

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i statsobligationer och statsskuldväxlar förefaller ha varit framgångsrik och auktionerna har fungerat väl. Det är svårt att kvantitativt mäta effekterna på lånekostnaderna av den skuld- och marknadsvård som Riksgäldskontoret bedriver. Regeringens slutsats är, främst baserat på kvalitativa grunder, att Riksgäldskontorets marknads- och skuldvard torde ha bidragit till en mer likvid och effektiv statspappersmarknad. Åtgärderna kan därmed sägas ha bidragit till långsiktigt lägre kostnader för statsskulden.

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 skuld- och marknadsvård som bedrivits i syfte att uppnå lägsta möjliga räntekostnad. Styrningen av den nominella kronskulden 2003 skedde såsom tidigare genom ett riktvärde för durationen. Vidare spelade marknadsvårdshänsyn väsentlig roll för Riksgäldskontorets upplåningsbeslut på den inhemska kronmarknaden.

Riksgäldskontoret emitterade under 2003 nominella obligationer varannan vecka. Till följd av oväntat stort lånebehov i slutet av 2002 blev durationen något kortare än durationsmålet under 2002. Därför höjdes auktionsvolymen vid årsskiftet från 3 till 4,5 miljarder kronor och därefter till 5 miljarder kronor per auktionstillfälle från mars 2003. När anpassningen av den nominella kronskuldens duration till durationsmålet avklarats, minskades emissionsvolymen i september till 4 miljarder kronor per auktionstillfälle. Totalt ökade finansieringen i nominella obligationer från 50 miljarder kronor 2002 till 105 miljarder kronor 2003.

Tabell 5.4: Emitterad volym i miljoner kronor och genomsnittlig emissionsränta per lån.

Lån	Förfalldatum	Emitterad volym	Genomsnittlig emissionsränta
1044	2006-04-20	18 000	3,59
1043	2009-01-28	36 994	4,10
1046	2012-10-08	8 998	4,66
1041	2014-05-05	40 991	4,66
Totalt		104 983	4,25

Källa: Riksgäldskontoret.

Samtliga obligationsemissioner under 2003 övertecknades och trots den ökade volymen per auktionstillfälle var teckningskvoten högre än under året innan. Räntespridningen, dvs. skillnaden mellan högsta accepterade ränta och genomsnittlig ränta vid emissionerna, visar att obligationerna emitterades i paritet med rådande marknadsräntor.

Tabell 5.5: Medelvärde för teckningskvot för nominella obligationer och för statsskuldväxlar 1999–2003. Skr. 2003/04:104

	1999	2000	2001	2002	2003
Nominella statsobligationer	2,65	2,87	2,34	2,89	3,16
Statsskuldväxlar	2,33	2,90	2,22	2,81	2,29

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm. Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

Statsskuldväxlar används för att parera säsongsmässiga och andra tillfälliga variationer i lånebehovet. Det innebär att emissionsvolymerna av statsskuldväxlar varierar kraftigt över året. Under 2003 emitterades mellan 5 och 35 miljarder kronor per auktionstillfälle. Totalt emitterades statsskuldväxlar för 400 miljarder kronor under 2003, 63 miljarder mer än under 2002. Den utestående stocken statsskuldväxlar uppgick i slutet av 2003 till 269 miljarder kronor.

Genomsnittlig emissionsränta i växelauktionerna var 3,08 procent, betydligt lägre än under 2002 då räntan uppgick till 4,21 procent men i linje med marknadsräntorna som föll under året. Förhållandet mellan emitterad volym och utbudens volym uppgick till 99 procent, något högre än under 2002. Under 2003 skars tilldelningen ned i tre auktioner, något fler gånger än under 2002 då endast en auktion skars ned.

Riksgäldskontoret genomför kontinuerligt flera marknadsvårdande åtgärder på den nominella kronmarknaden. Exempelvis har kontoret en marknadsvårdande repofacilitet, i vilken återförsäljarna får möjlighet att låna statspapper från Riksgäldskontoret om bristsituationer i marknaden skulle uppstå. Under 2003 gjorde kontoret totalt 259 miljarder kronor i marknadsvårdande repor, att jämföras med 489 miljarder under 2002. Återförsäljarna har även möjlighet att genom reposwappar, där en växel repas ut samtidigt som en annan växel repas in, göra riskneutrala byten av repor i statsskuldväxlar.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets emissioner av statsobligationer förefaller ha varit framgångsrika; övertecknade emissioner, stora budvolymerna och små ränteskillnader mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna. Även auktionerna i statsskuldväxlar förefaller ha fungerat väl under 2003 och endast tre auktioner skars ned under året.

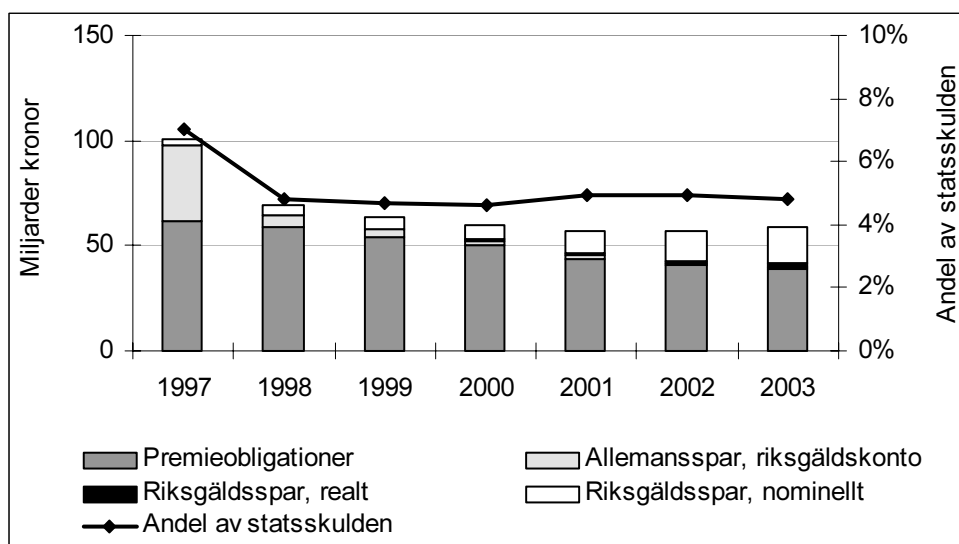
Det är svårt att kvantitativt mäta effekterna på lånekostnaderna av den skuld- och marknadsvård som Riksgäldskontoret bedriver. Regeringen har dessutom vid flera tillfällen uttryckt att utvärderingen främst bör ske i kvalitativa termer. Regeringens slutsats är, främst baserat på kvalitativa grunder, att Riksgäldskontorets marknads- och skuldsvård torde ha bidragit till en mer likvid och effektiv statspappersmarknad. Åtgärderna kan därmed sägas ha bidragit till långsiktigt lägre kostnader för statsskulden.

5.4 Privatmarknadsupplåning

Regeringens bedömning: Under utvärderingsperioden uppgick den samlade kostnadsbesparingen i privatmarknadsupplåningen till 1,3 miljarder kronor, vilket innebär att Riksgäldskontoret uppnått det kvantitativa målet för privatmarknadsupplåningen. Verksamhetsmålet avser även de enskilda låneinstrumenten. Även i detta avseende anses det kvantitativa målet vara uppfyllt då samtliga låneinstrument uppvisade positivt resultat för utvärderingsperioden. Regeringen konstaterar att det är önskvärt att Riksgäldsspar fortsätter att utvecklas till en attraktiv sparform, inte minst för att kunna uppnå stabilitet i kontorets upplåning från privatpersoner och mindre placerare.

Bakgrund: Den totala sparmarknaden för ränteplaceringar, dvs. inlåning på bankkonton, räntefonder och privatobligationer, utgjorde 786 miljarder kronor den 30 september 2003. Detta är en ökning jämfört med samma tidpunkt året innan då räntesparandet uppgick till 709 miljarder kronor. Bankinlåningen och sparandet i räntefonder svarar för hela ökningen, däremot har sparandet i obligationer minskat något. Riksgäldskontorets andel av sparmarknaden för ränteplaceringar uppgick till 7,1 procent 2003, ca 1 procentenhet lägre än föregående år. Det innebär att Riksgäldskontoret inte lyckats behålla sin marknadsandel då det totala räntesparandet ökade under året.

Diagram 5.6: Privatmarknadsupplåning fördelat på olika upplåningsinstrument och som andel av statsskulden 1997–2003 (miljarder kronor och procent).



Källa: Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontorets upplåning från privatpersoner och mindre placerare har minskat kraftigt, från omkring som mest 150 miljarder kronor i slutet av 1990-talet till ca 59 miljarder kronor 2003. Utvecklingen förklaras i huvudsak av att AllemansSpar avskaffades i juni 1998 och till viss del av att stora förfall av premieobligationer inte fullt ut vägts upp av nyemissioner. Privatmarknadsupplåningen har också fallit som andel av statskulden, men under de senaste fem åren har andelen varit i stort sett konstant. Privatmarknadsupplåningens andel av den totala statskulden var 4,8 procent 2003.

Premieobligationerna utgör basen i privatmarknadsupplåningen. Under 2003 emitterades två nya premieobligationslån. Sammanlagt uppgick den emitterade volymen i dessa två lån till 9,7 miljarder kronor och samtidigt förföll premielån motsvarande 11,9 miljarder kronor. Det innebär att den totala utestående premieobligationsstocken minskade med 2,2 miljarder kronor till ca 39 miljarder kronor vid utgången av 2003. Riksgäldskontoret stod för drygt 50 procent av den totala försäljningen under 2003, något högre än föregående år. Det bör noteras att Riksgäldskontorets försäljning minskar kostnaderna jämfört med försäljning via återförsäljare, eftersom provisionskostnaderna minskar.

Det totala antalet kunder i RiksgäldsSpar uppgick vid årsskiftet till ca 137 300, en ökning under året med ca 13 000 kunder. RiksgäldsSpar fortsatte att växa även volymmässigt, om än ökningstakten 2003 blev något lägre än under 2002. Den totala volymen i RiksgäldsSpar uppgick till 18,8 miljarder kronor vid utgången av 2003, en ökning med drygt 2 miljarder kronor jämfört med 2002. Ökningen förklaras i princip helt av utvecklingen i RiksgäldsSpar utan tidsgräns. Den utestående stocken i RiksgäldsSpar utan tidsgräns uppgick vid årsskiftet till 9,6 miljarder kronor. Stocken reala lån inom RiksgäldsSpar har varit i princip oförändrat 1 miljard kronor under hela utvärderingsperioden.

Statspapper för alla, auktionsförsäljning av vanliga statsobligationer och växlar till privatpersoner och andra mindre investerare via internet, startade 2002. Kunderna deltar i samma auktioner som de institutionella placerarna och kan från och med 2003 även lägga bud i statsskuldväxelauktionerna. Under 2004 kommer även auktionerna av realobligationer att öppnas för privatpersoner och mindre investerare.

Utvärderingsmodell för privatmarknadsupplåningen

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

Resultatet för den sammanlagda privatmarknadsupplåningen 2003 uppgick till 260 miljoner kronor jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden. För den femåriga utvärderingsperioden 1999–2003 uppgick det sammanlagda resultatet till 1,3 miljarder kronor. Den största delen av resultatet kan hänföras till premieobligationerna, detta trots att sparformen fortsatt uppvisar en sjunkande volym.

För 2003 uppgick kostnadsbesparingen i upplåningen via Riksgäldsspar till 20 miljoner kronor, dubbelt så stor besparing som året innan. Sammantaget uppvisar sparformen även ett överskott över utvärderingsperioden.

Tabell 5.6: Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden 1999–2003 (miljoner kronor).

Upplåningsinstrument	1999	2000	2001	2002	2003	Totalt
Premieobligationer ^{1,2}	136	271	287	317	240	1 251
Riksgäldskonto ¹	3	3	2	-	-	8
Riksgäldsspar ¹	5	5	10	10	20	50
Summa besparing	144	279	299	327	260	1 309

Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Jämfört med nollkupongräntestrukturen.

² Avser premielån emitterade från och med 1996.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringens mål för privatmarknadsupplåningen är att uppnå största möjliga kostnadsbesparing i förhållande till Riksgäldskontorets alternativa upplåningsformer på penning- och obligationsmarknaden. Målet avser såväl den samlade privatmarknadsupplåningen som, i rimlig omfattning, de enskilda låneinstrumenten.

Under utvärderingsperioden 1999–2003 uppgick den samlade kostnadsbesparingen i privatmarknadsupplåningen till 1,3 miljarder kronor, vilket innebär att Riksgäldskontoret uppnått det kvantitativa målet för privatmarknadsupplåningen. Verksamhetsmålet avser även de enskilda låneinstrumenten. Även i detta avseende anses det kvantitativa målet vara uppfyllt då samtliga låneinstrument uppvisade positivt resultat för utvärderingsperioden.

Regeringen konstaterar att det samlade resultatet i privatmarknadsupplåningen i hög grad är beroende av resultatutvecklingen för premieobligationerna. Det är därför viktigt att satsningen på Riksgäldsspar fortsätter och att systemet ges tid att utvecklas till en attraktiv sparform på den svenska sparmarknaden.

Syftet med Statspapper för alla är att Riksgäldskontoret skall nå nya investerarkategorier. Det är en kompletterande upplåningsteknik för reguljära statspapper och skall främst ses som en brygga mellan institutionsmarknad och upplåning direkt riktad till mindre placerare. Statspapper för alla måste därför utvärderas på ett annat sätt än de renodlade privatmarknadsinstrumenten. Regeringen konstaterar att Riksgäldskontoret från och med årsredovisningen 2004 kommer att lämna en kostnadsuppföljning även för produkten Statspapper för alla.

6 Bedömning av statens upplåning och skuldförvaltning 1999–2003

Skr. 2003/04:104

Nedan följer en samlad bedömning av statens upplåning och skuldförvaltning för utvärderingsperioden 1999–2003. Avsikten är att foga samman de olika delarna i utvärderingen till en helhetsbedömning som kan ställas mot det övergripande målet för statsskuldspolitiken, nämligen att statens skuld skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

6.1 Regeringens beslut om riktlinjer

Regeringens bedömning: Regeringens beslut om riktlinjer för åren 1999–2003 kan anses ha fattats i enlighet med det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

Skälen för regeringens bedömning: Tyngdpunkten i utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut ligger på sammansättningen av statsskulden, dvs. ambitionen att långsiktigt reducera andelen valutaskuld och öka andelen kronskuld samt öka andelen realskuld, och löptidsförkortningen av skulden som gjordes under 2000.

Regeringens beslut att långsiktigt minska valutaskuldens andel av statsskulden och öka andelen inhemsk upplåning bedöms som väl motiverat av både kostnads- och riskmässiga skäl. Den tidigare så tydliga differensen mellan svenska och utländska räntenivåer har minskat kraftigt och därmed är det av kostnadsskäl svårt att motivera en stor skuld i utländsk valuta. Dessutom har riskerna med en stor skuld i utländsk valuta och förändringar i kronans växelkurs tydliggjorts under senare år.

Regeringens ambition att öka andelen realskuld på lång sikt motiveras främst av riskmässiga skäl då real upplåning bidrar till att diversifiera upplåningen till ytterligare en typ av finansiering utöver nominell kron- och valutaupplåning, vilket minskar risken i statsskulden.

Förkortningen av statsskuldens löptid från 3,0 till 2,7 år som gjordes 2000 framstår alltjämt som rimlig. Löptidsförkortningen tycks ha gjorts i ett gynnsamt läge och indikativa beräkningar tyder på kostnadsbesparingar utan att risken ökat annat än marginellt.

Regeringens beslut om riktlinjer för åren 1999–2003 kan anses ha fattats i enlighet med det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

6.2 Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets förvaltning har bedrivits i enlighet med det i lag uppställda målet att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risken i förvaltningen.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning utvärderas på två nivåer; dels de strategiska beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse, dels den operativa förvaltning som kontoret bedriver. Avsikten med detta avsnitt är att ge en mer samlad bedömning av Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden.

Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut

Regeringen anser att de amorteringsbeslut som fattats av Riksgäldskontorets styrelse har varit rimliga och välgrundade, både ur kostnads- och risksynpunkt. Styrelsens beslut att skjuta på en del av amorteringarna av valutaskulden under 2001 och 2002 har inneburit stora kostnadsbesparingar, 1–1,5 miljarder kronor. Riksgäldskontorets beslut att under 2003 amortera i enlighet med regeringens riktlinjer innebar att amorteringen gjordes till en mer förmånlig växelkurs än vad som hade varit fallet under tidigare år. Amorteringen innebar även att riskexponeringen minskade till följd av en lägre valutaandel.

Riksgäldskontorets val att inte avvika från durationen i riktlinjerna för den nominella skulden bedöms som väl motiverat. Strategin med olika duration för kron- och valutaskulden kan för åren 1999–2003 anses motiverad jämfört med om den i riktlinjerna angivna durationen använts i båda skuldslagen.

Den strategiska valutapositionen i amerikanska dollar som Riksgäldskontoret tog under slutet av 2000, har under de senaste tre åren utvecklats i den riktning som avsetts och en vinst motsvarande ca 4,5 miljarder kronor har realiserats. Den strategiska positionen är ett exempel på när Riksgäldskontoret anpassar sin upplåning och skuldförvaltningsstrategi till rådande marknadsläge. Det är också vad regeringen uppmanat Riksgäldskontoret att göra.

Ökningen av andelen schweizerfranc i riktmärket för valutaskulden, som gjordes under 2000, gav under 2003 upphov till en kostnadsbesparing på ca 1,6 miljarder kronor. Sammantaget har omviktningen av riktmärket för valutaskulden inneburit en kostnadsbesparing på ca 600 miljoner kronor under den senaste fyraårsperioden.

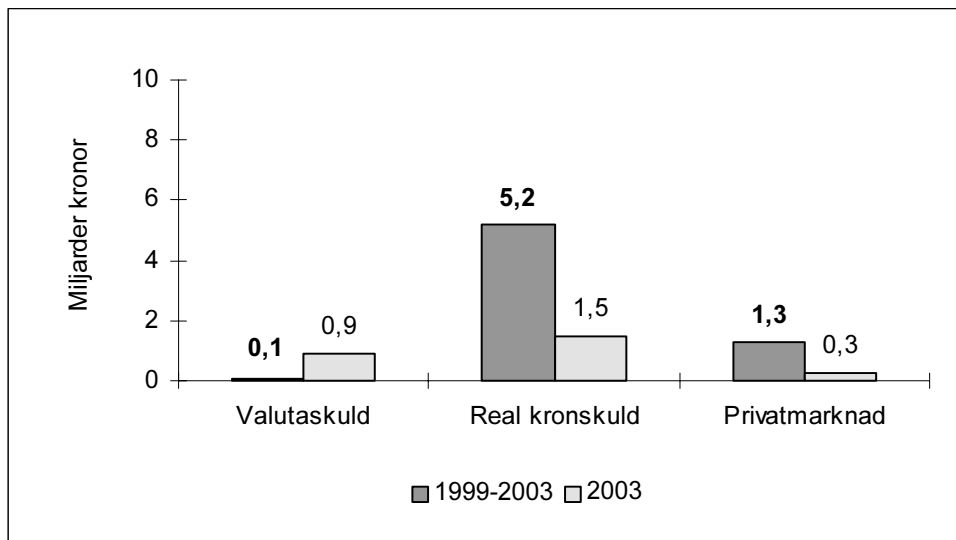
På den strategiska nivån har Riksgäldskontorets beslut om amorteringstakten i valutaskulden, löptiden i den nominella skulden och valuta-sammansättningen i riktmärket för valutaskulden bedömts som välgrundade och uppsatta mål har uppnåtts. Det är dessutom positivt att den strategiska dollarpositionen har kunnat avvecklas med en stor vinst som följd.

Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut

Riksgäldskontoret har bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta jämfört med de alternativa upplåningsformer som står till buds. Resultatet för den aktiva förvaltningen av valutaskulden 2003 blev 937 miljoner kronor och för utvärderingsperioden uppgick resultatet till 138 miljoner kronor. Den aktiva förvaltningen av valutaskulden har därmed uppfyllt det uppställda kvantitativa målet.

Det indikativa resultatet för den reala upplåningen uppgick för utvärderingsperioden 1999–2003 till 5,2 miljarder kronor. För 2003 uppgick resultatet till 1,5 miljarder kronor. Riksgäldskontoret har därmed uppfyllt det kvantitativa målet för realupplåningen i svenska kronor.

Diagram 6.1: Indikativt resultat för Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning 1999–2003 och 2003 (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i statsobligationer och stats-skuldväxlar förefaller ha varit framgångsrik och auktionerna har fungerat väl. Regeringens slutsats är, främst baserat på kvalitativa grunder, att Riksgäldskontorets marknads- och skuldvård torde ha bidragit till en mer likvid och effektiv statspappersmarknad. Åtgärderna kan därmed sägas ha bidragit till långsiktigt lägre kostnader för statsskulden.

Även resultatet i upplåningen från privatmarknaden har varit gott. Under utvärderingsperioden uppgick den samlade kostnadsbesparingen till 1,3 miljarder kronor, vilket innebär att Riksgäldskontoret uppnått det kvantitativa målet för privatmarknadsupplåningen. Verksamhetsmålet avser även de enskilda låneinstrumenten. Även i detta avseende anses det kvantitativa målet vara uppfyllt då samtliga låneinstrument uppvisade positivt resultat för utvärderingsperioden.

Utvärderingen begränsas fortfarande i vissa delar av att det förflutit alltför kort tid för att mer bestämda slutsatser skall kunna dras. Helhetsintrycket av Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet och skuldförvaltning är dock att kontoret förvaltat skulden i enlighet med det övergripande målet för statsskuldförvaltningen.

Allmänt

Det lagfästa målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld skall förvaltas så att den långsiktiga kostnaden minimeras, samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Målet är långsiktigt och därför är det naturligt att utvärderingen sker i ett sådant tidsperspektiv och på ett sådant sätt att tillfälliga variationer i resultatet utjämnas. Regeringen har under de senaste åren funnit det lämpligt att tillämpa femåriga utvärderingsperioder.

Förutom storleken på statsskulden är besluten om skuldens fördelning på olika skuldslag samt val av löptid och förfalloprofil i respektive skuldslag avgörande för vilka kostnader och risker som uppstår i förvaltningen av statsskulden. Det innebär att kostnaderna för och risken i statsskulden i första hand bestäms av regeringens riktlinjebeslut och därefter av de strategiska beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse. Den operativa förvaltningens resultat jämfört med riktmärken utgör det tydligaste måttet på förvaltningens effektivitet, men är i sammanhanget underordnade de mer övergripande besluten.

I riktlinjerna för 2000 angav regeringen de mått som bör användas avseende kostnader, risk och löptid i statsskulden. Mot bakgrund av statsskuldens långsiktiga karaktär och att upplåningen normalt sker med en stor andel lån som hålls till förfall bör kostnaderna mätas i termer av genomsnittlig emissionsränta. Emissionsräntan definieras som ett vägt genomsnitt av emissionsräntorna i skuldportföljen. Vikterna utgörs av respektive värdepappers nominella belopp. Emissionsräntorna är de räntor till vilka respektive värdepapper emitterades. Enligt detta mått anges således kostnaderna i form av en procentuell räntenivå. Det överordnade riskmålet uttrycks därmed som risken för variationer i det absoluta kostnads måttet, dvs. som genomsnittlig emissionsränterisk.

Mätning av kostnader gentemot en riktmärkesportfölj sker i termer av relativa marknadsvärden.

I riktlinjerna för 2000 angavs också att durationen (mätt i år) utgör ett ändamålsenligt mått på löptiden i statsskulden. Skuldens genomsnittliga återstående löptid beräknas genom att väga tiden till varje kassaflöde (kuponger och förfall) med kassaflödets storlek. Tiden till kassaflödena mäts med nuvärdet av kassaflödet. Eftersom nuvärdena av framtida kassaflöden beror på räntenivån är durationen beroende av räntenivån. Riksgäldskontorets målduration är uttryckt i Macauley-duration, vilket innebär att man använder obligationens yield-to-maturity för att beräkna nuvärdet av de framtida kassaflödena.

Regeringens riktlinjer

Regeringens riktlinjebeslut bör utvärderas direkt mot målet för förvaltningen av statsskulden där överväganden om kostnader och risk bör vara av långsiktig och strategisk karaktär. Av detta följer att kortsiktiga bedömningar av ränte- och växelkursutveckling normalt inte bör vägas in

i riktlinjebeslutet. Redovisningen till riksdagen bör således främst avse de strategiska överväganden som låg till grund för riktlinjebeslutet. Riksdagen kan sedan ta ställning till om dessa bedömningar var rimliga.

Vid utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut är det viktigt att utvärderingen görs i ljuset av den kunskap som fanns vid tidpunkten för beslutet. 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/skuldfportföljer 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 skuldfportfölj ger en lägre kostnad och/eller lägre risk än andra portföljer. Orimligt riskfyllda skuldfportföljer, t.ex. med ensidig sammansättning, bör därmed förkastas även om de i efterhand visat sig ge en lägre kostnad än en mindre riskfylld portfölj. Kvantitativa mått bör, i det fall det bedöms möjligt, utgöra utgångspunkten i analysen. Dessa kvantitativa mått bör kompletteras med kvalitativa överväganden och bedömningar.

Riksgäldskontoret

Riksgäldskontorets verksamhet utvärderas på två nivåer; dels de strategiska beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse, dels den operativa förvaltning som kontoret bedriver. Därutöver sker en särskild utvärdering av privatmarknadsupplåningen.

Riksgäldskontorets strategiska beslut

Inom ramen för målet för statsskuldförvaltningen och regeringens riktlinjer fastställer Riksgäldskontoret delmål och riktlinjer för den operativa förvaltningen. Dessa *strategiska beslut* syftar till att uppnå målet för skuldförvaltningen och skall utvärderas med avseende på de absoluta räntekostnaderna. Utvärderingen av strategiska beslut avser flera centrala ställningstaganden.

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

– *Beslut om riktmärkesportföljer för den nominella kronskulden och valutaskulden:* Detta ställningstagande omfattar bl.a. beslut om genomsnittlig duration för portföljerna, beslut om duration för var och en av portföljerna och beslut om valutasammansättning i riktmärket för valutaskulden.

– *Beslut om mål för skuld- och marknadsvård:* Detta avser främst valet av mål och prioriteringar samt om dessa förväntas leda till de eftersträvarde effekterna.

Utvärderingen av strategiska beslut, framför allt om riktmärkesportföljerna, bör så långt det är möjligt ske genom kontrafaktiska jämförelser mellan tydligt differentierade och stilsierade skuldportföljer med avseende på förväntade kostnader och risk. Kostnaderna avser absoluta kostnader i termer av genomsnittlig emissionsränta. Ett av alternativen kan utgöras av en s.k. status quo-portfölj som utgår från att egenskaperna i skulden i utgångsläget behålls. Det bör betonas att utvärderingen avser förvaltningen i ett längre perspektiv.

Utvärderingen av Riksgäldskontorets hantering av valutamandatet kan ske genom två förenklade beräkningar där amorteringarna sker i jämn takt över året, en motsvarande riktmärket i riktlinjerna och en motsvarande kontorets beslut. Det är inte meningsfullt att använda den faktiska amorteringsprofilen eftersom den uppvisar ett ojämnt mönster. Beslut om utnyttjande av valutamandatet baseras på strategiska långsiktiga bedömningar och bör därmed utvärderas i det perspektivet. Slutligt facit för om ett beslut att exempelvis dra ner amorteringarna under någon viss period ges först vid den tidpunkt när amorteringen faktisk genomförs. Följaktligen måste bedömningen av om det var korrekt att fatta ett sådant beslut i väsentlig grad bygga på granskning av rimlighet i den analys som beslutet byggde på.

Beslut om fördelning av skulden mellan skuldslagen kan sannolikt inte på ett meningsfullt sätt utvärderas kvantitativt med kontrafaktiska beräkningar utöver det fall där en ändring av skuldslagens andelar primärt grundas på överväganden om kronkursens utveckling. Det bör noteras att ökningstakten av realskulden skall vägas mot kostnader och risker i de övriga skuldslagen.

Det bör understrykas att utvärderingen bör göras i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället och att valet av jämförelsealternativ sker mellan portföljer som på förhand framstår som rimliga. Kontrafaktiska beräkningar bör kompletteras med en kvalitativ utvärdering.

Riksgäldskontorets operativa beslut

Utvärderingen av den operativa förvaltningen avser dels en bedömning av i vilken mån Riksgäldskontoret uppnått beslutade mål och beslutade åtgärder genomförts, dels en kvantitativ utvärdering i relativa termer av den operativa förvaltningen av valutaskulden och hanteringen av valutaväxlingarna.

Utvärderingen av förvaltningen av valutaskulden skall som tidigare ske genom att faktiska kostnader för valutaskulden i marknadsvärdestermier jämförs med riktmärkets hypotetiska kostnader. Resultat anger då i vilken mån avvikelser från riktmärkesportföljen medfört högre eller lägre kostnader i relativa termer.

I riktlinjerna för 2002 anges att för valutaväxlingarna skall Riksgäldskontorets styrelse lägga fast en relativt jämn kostnadsmässigt neutral växlingsfördelning över tiden. Styrelsen skall också lägga fast tillåtna avvikelseintervall för den operativa förvaltningen. Inom dessa ramar kan kontoret sedan variera växlingarna under perioder då det framstår som särskilt oförmånligt. I efterhand kan sedan eventuella avvikelser utvärderas genom att beräkna kostnadsskillnader mellan den resultatmässigt neutrala växlingsbanan och den faktiska banan.

Den nominella respektive reala kronförvaltningen skall utvärderas främst i kvalitativa termer och avse den skuld- och marknadsvård som kontoret bedriver i syfte att uppnå lägsta möjliga absoluta räntekostnad (genomsnittlig emissionsränta). Utvärderingen blir därmed främst kvalitativ och på ex ante-basis. Därutöver bör den realiserade kostnadsskillnaden, liksom hittills, redovisas för den reala upplåningen. Det innebär att en kostnadsjämförelse mellan upplåning i realränteobligationer och upplåning i nominella statsobligationer avseende perioden 1999–2003 redovisas.