

Regeringens skrivelse

2002/03:104

Utvärdering av statens upplåning och
skuldförvaltning 1998–2002

Skr.
2002/03:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 16 april 2003

Marita Ulvskog

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. I årets skrivelse behandlas regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning åren 1999–2002 samt Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning under budgetåren 1998–2002.

Utvärderingen av skuldförvaltningen görs på tre nivåer; regeringens riktlinjer, Riksgäldskontorets strategiska beslut om delmål och riktlinjer för den operativa förvaltningen samt kontorets operativa förvaltning av statsskulden.

Utvärderingen av regeringens riktlinjer för 1999–2002 koncentreras till de delar som bedöms som mest intressanta. Regeringens ställningstagande i riktlinjerna för 2002 att reducera valutaskuldens andel av statsskulden har så långt inte uppfyllts. De avsteg som gjorts från den ursprungliga amorteringsplanen har motiverats av de kostnadsskäl som följer av den svaga kronkursen under slutet av 2001 och inledningen av 2002. En bedömning av riktlinjerna i denna del bör främst diskutera grunderna för regeringens strategiska överväganden och göras i ljuset av den information som fanns tillgänglig vid beslutstillfället. I riktlinjerna för 2000 angavs att riktvärdet för genomsnittlig löptid i den nominella kron- och valutaskulden skulle reduceras från 3,0 år till 2,7 år vid utgången av 2000. Kostnadsbesparingar på grund av den reducerade löptiden beräknas till totalt 1,6 miljarder kronor för de senaste tre åren. Det siffermässiga resultatet bör dock tolkas med försiktighet, eftersom det inte beaktar effekten på risknivån. Inför 2002 ändrades riktlinjen för statsskuldens förfalloprofil genom att skrivningen om att högst 30 procent av skulden får förfalla inom de närmaste tolv månaderna slopades. Inriktningen på upplåningen skall dock fortfarande vara sådan att inte mer än 25 procent

av skulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna. Förändringen bedöms som väl motiverad utifrån det övergripande målet för stats-skuldspolitiken. Regeringens beslut om riktlinjer för 1999–2002 kan sammantaget anses ha fattats i enlighet med det övergripande målet.

Riksgäldskontoret valde att avvika från riktmärket för amorteringen av valutaskulden under 2002. De uppskjutna amorteringarna uppgår till nästan 15 miljarder kronor. Riksgäldskontorets motiv och bedömningar i besluten förefaller välgrundade och har till dags dato utfallit fördelaktigt. Kostnaderna för statsskulden torde därmed ha reducerats. Riksgäldskontoret bedöms ha hanterat mandatet för löptiden i den nominella skulden inom ramen för riktlinjerna. På strategisk nivå kan därmed Riksgäldskontorets beslut om amorteringstakt av valutaskulden, löptiden i den nominella skulden och förfalloprofilen i statsskulden bedömas som välgrundade och uppsatta mål har uppnåtts.

Den strategiska valutapositionen i US-dollar som togs under 2001 har under 2002 utvecklats i den riktning som avsetts och vinsterna har delvis realiserats. 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. Ökningen av andelen schweizerfranc i valutarikt-märket, som gjordes under 2000, har under 2002 gett ett nettoresultat på noll. Det bedöms som alltför tidigt att slutgiltigt utvärdera beslutet att öka andelen schweizerfranc. Resultatet av den operativa förvaltningen understeg valutarikt-märket med 200 miljoner kronor för den femåriga utvärderingsperioden. Trots en kostnadsbesparing på nästan 400 miljoner kronor 2002 har det långsiktiga målet för förvaltningen inte uppfyllts. Övertagandet av valutaväxlingarna från Riksbanken i juli 2002 fungerade av allt att döma väl.

Resultatet för den reala upplåningen uppgick till 7,1 miljarder kronor för 1998–2002. För 2002 uppgick resultatet till 1,1 miljarder kronor. Det kvantitativa målet för realupplåningen har därmed uppfyllts.

Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i nominella kronor förefaller ha varit framgångsrik. Även resultatet i hushållsupplåningen har varit gott, drygt 1 miljard kronor för den senaste femårsperioden. Eftersom även samtliga låneinstrument uppvisar positivt resultat för utvärderings-perioden anses det kvantitativa målet för upplåningen från hushållen vara uppfyllt. Riksgäldskontorets mål och operativa riktlinjer för marknads- och skuldvarlden av de svenska statspappersmarknaderna bedöms som rimliga och välgrundade. Den mer operativa hanteringen inom ramen för målen bedöms ha bidragit till mer likvida och effektiva nominella och reala statspappersmarknader. Regeringen bedömer därför att målen för verksamheterna inom den nominella skulden och marknadsvärden har uppfyllts.

Regeringen finner sammantaget att Riksgäldskontoret förvaltat skulden i enlighet med det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen.

1	Inledning.....	4
2	Utvecklingen av lånebehovet och statsskulden	6
2.1	Lånebehovets utveckling.....	6
2.2	Statsskuldens utveckling.....	8
2.3	Statsskuldens sammansättning.....	9
3	Utvärdering av regeringens beslut om riktlinjer för 1999–2002....	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.....	19
4.3	Valutasammansättning i riktmärkesportföljen för valutaskulden	22
4.4	Marknads- och skuldvard i kronskulden.....	24
4.5	Statsskuldens förfalloprofil.....	27
5	Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut.....	29
5.1	Lån i utländsk valuta	29
5.2	Reala lån i svenska kronor	36
5.3	Nominella lån i svenska kronor	40
5.4	Upplåning från hushållen.....	44
6	Bedömning av statens upplåning och skuldförvaltning 1998–2002	47
6.1	Regeringens beslut om riktlinjer	47
6.2	Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden.....	48
7	Appendix 1: Principer för utvärdering	50

Bilaga: Utdrag ur Riksgäldskontoret årsredovisning för 2002.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 16 april 2003.

År 1998 beslutade riksdagen (prop. 1997/98:154, bet. 1997/98:FiU29, rskr. 1997/98:253, SFS 1998:659) om en ny målformulering och beslutsstruktur för statsskuldspolitiken. Målet innebär att statens skuld skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen skall ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Målet återfinns som en del i målet för politikområdet Finansiella system och tillsyn som även omfattar Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning, se budgetproposition för 2001 (prop. 2000/2001:1, volym 2).

I regeringens riktlinjer för 2002 återfinns huvuddelen av de mål och riktlinjer som styr statsskuldförvaltningen och hur den skall utvärderas. Där fastställs även att verksamheten skall utvärderas i ett långsiktigt perspektiv och i rullande femårsperioder. I Riksgäldskontorets regleringsbrev återfinns numera endast en hänvisning till regeringens riktlinjer samt några få verksamhetsmål och återrapporteringskrav, t.ex. avseende hushållsupplåningen.

Riksdagens beslut från 1998 innebär att regeringen anger riktlinjer för statsskuldens sammansättning, genomsnittliga löptid och förfalloprofil. Ansvar för statsskuldspolitiska överväganden och de övergripande besluten om skulden tas därmed på politisk nivå. Det är även dessa beslut 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.

Processen för skuldförvaltningen för ett enskilt verksamhetsår kan beskrivas på följande sätt:

- Riksgäldskontoret lämnar senast den 1 oktober förslag till riktlinjer till regeringen. Förslaget remitteras till Riksbanken.
- Regeringen fattar senast den 15 november beslut om riktlinjer för statsskuldförvaltningen för kommande år.
- Riksgäldskontoret svarar för upplåning och förvaltning av statsskulden i enlighet med riktlinjerna.
- 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 regeringens riktlinjer och kontorets förvaltning av statsskulden.
- Regeringen lämnar senast den 25 april en utvärdering 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.

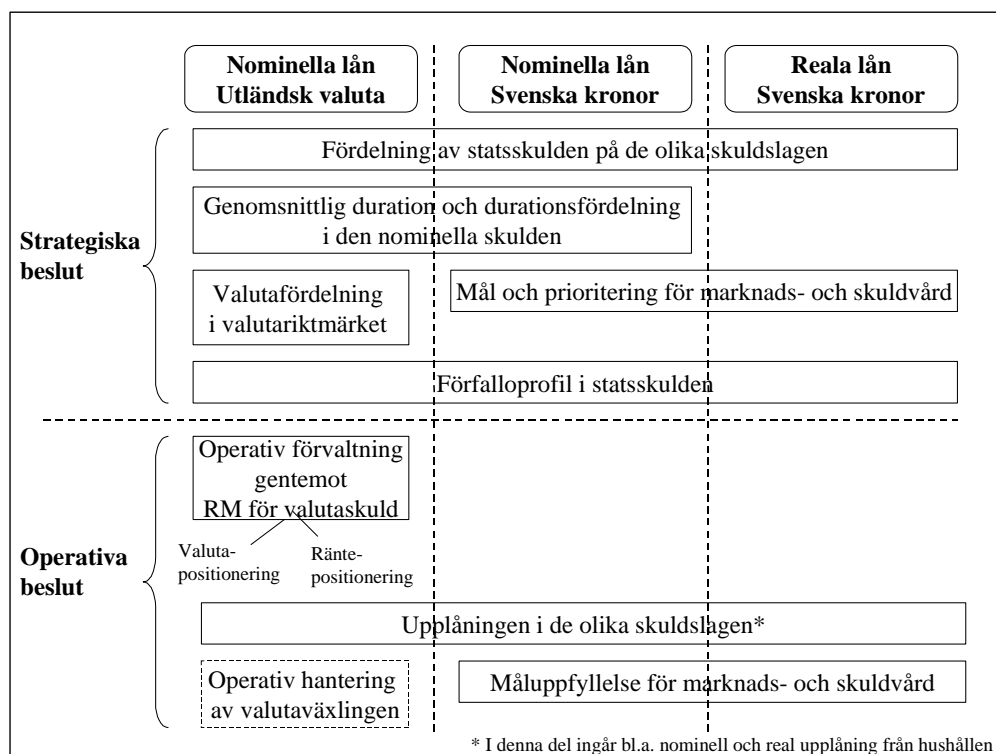
Enligt riksdagens beslut skall utvärderingen ske på olika nivåer. Regeringen skall således utvärdera de beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse såväl som de beslut som fattas på operativ nivå. Vidare skall en utvärdering av regeringens riktlinjer ingå i skrivelsen till riksdagen.

För regeringens del omfattar utvärderingen perioden 1999–2002, eftersom det första beslutet om riktlinjer för statsskuldförvaltningen togs i

november 1998. De beslut om valutaupplåning som regeringen fattade före 1999 kommer därmed inte att utvärderas, främst beroende på svårigheterna att göra rättvisande bedömningar med instrument som tagits fram i efterhand. Utvärderingen av regeringens beslut om riktlinjer redovisas i avsnitt 3.

Årets utvärdering av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning omfattar perioden 1998–2002. Ambitionen är att utveckla en över tiden mer stabil struktur i redovisningen till riksdagen. Syftet är bl.a. att underlätta för läsarna att ta till sig innehållet i skrivelserna. För att nå syftet har ett schema tagits fram som avser att tydliggöra de komponenter som är relevanta i utvärderingen av Riksgäldskontorets verksamhet. Årets utvärdering följer i stort detta upplägg. Schemat bör inte övertolkas. Över tiden kan betoning av olika komponenter och delar i utvärderingen skifta samt delar tillkomma och falla ifrån.

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



Som schemat 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 hushållsmarknaden (avsnitt 5.4).

I appendix 1 redovisas principer och metoder för utvärdering av regeringen och Riksgäldskontoret.

2 Utvecklingen av lånebehovet och statsskulden

Skr. 2002/03:104

2.1 Lånebehovets utveckling

Statens totala lånebehov¹ – nettot av alla ut- och inbetalningar från respektive till staten – har varierat kraftigt under de senaste tio åren. Vid ingången av 1990-talet var lånebehovet relativt litet, för att sedan snabbt öka till 234 miljarder kronor (ca 15 % av BNP) budgetåret 1993/94. Utvecklingen orsakades främst av den djupa lågkonjunktur som drabbade den svenska ekonomin i början av 1990-talet, med kraftigt stigande statliga utgifter och vikande skatteintäkter.

Lånebehovet har därefter successivt minskat, främst till följd av en snabbare ekonomisk tillväxt, en sanering av statens finanser och olika positiva engångseffekter, inte minst under de senaste fem åren. Exempelvis gav utförsäljningar av statlig egendom under 2000 motsvarande 75 miljarder kronor i inbetalning. Huvuddelen kom från försäljningen av aktier i Telia. Även förfall av bostadsobligationer, som överfördes till Riksgäldskontoret från AP-fonderna i början av 2001 som ett led i pensionsreformen, har ökat överskottet de senaste åren. Bostadsobligationerna skall behållas till förfall och reducerar lånebehovet med motsvarande belopp. Totalt överfördes bostadsobligationer till ett värde av 70 miljarder kronor, varav 42 miljarder förföll 2001 och 7 miljarder 2002. Ytterligare ett exempel på en positiv engångseffekt som ökat överskottet är den extra utdelning från Riksbanken på 20 miljarder kronor som skedde 2002.²

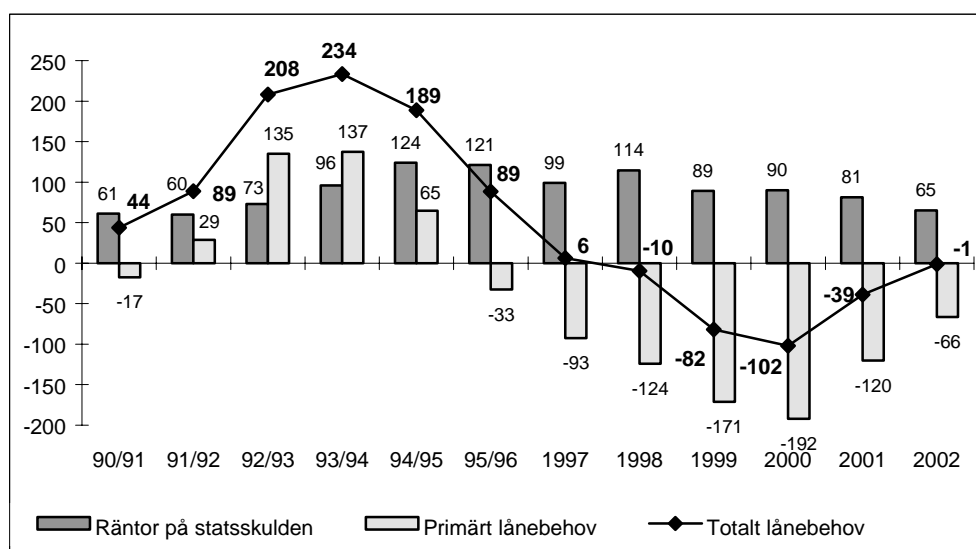
Under de senaste fem budgetåren har lånebehovet varit negativt, dvs. statsbudgeten har visat ett överskott. För 2002 var överskottet 1,2 miljarder kronor.

Lånebehovet bestäms av det primära lånebehovet och räntebetalningarna på statsskulden. Det primära lånebehovet består i sin tur av statens primära saldo och Riksgäldskontorets nettoutlåning till myndigheter, affärsverk och vissa statliga bolag. Primärsaldot, dvs. nettot av in- och utbetalningar kopplade till statsbudgeten, påverkas i hög grad av den ekonomiska utvecklingen och den finanspolitik som förs. Riksgäldskontorets nettoutlåning påverkas främst av enskilda komponenter, exempelvis betalningar kopplade till premiepensionssystemet och studiemedelsystemet. Räntebetalningarna på statsskulden beror främst på skuldens storlek och egenskaper, det allmänna ränteläget samt kursutvecklingen för den svenska kronan.

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

² Riksbanken gjorde även en extra utdelning 2001 i form av obligationer motsvarande 18 miljarder kronor. Dessa skrevs av mot statsskulden och påverkade inte lånebehovet.

Diagram 2.1: Statens lånebehov budgetåren 1990/91–2002, totalt samt fördelat på statsskuldräntor och primärt lånebehov (miljarder kronor). Skr. 2002/03:104



År 2002 minskade överskottet i statsbudgeten till 1,2 miljarder kronor från 39 miljarder kronor 2001. Det primära överskottet för 2002 minskade med 52 miljarder kronor till 66 miljarder kronor. Reguljära skattebaser som lönesumman och den privata konsumtionen var större än tidigare år. Trots detta minskade skatteintäkterna netto med 3,5 miljarder kronor mellan åren. Orsakerna till minskningen är flera. Dels sänktes den statliga inkomstskatten, dels var icke preliminärdebiterade skatteinbetalningar, i form av reavinstskatt från försäljning av aktier och slutreglering av företagsskatter, lägre än året före. Bland de inbetalningar som betraktas som tillfälliga minskade förfallande bostadsobligationer med 35 miljarder kronor. Samtidigt tillkom en extra utdelning från Riksbanken på 20 miljarder kronor. På utbetalningssidan var det framför allt pensioner och sjukförsäkringar som ökade. Dessutom ökade utbetalningarna till kommunerna som en följd av maxtaxan i barnomsorgen. Det kan även noteras att ett antal myndigheter ökade sina utbetalningar under 2002. Riksgäldskontorets egen nettoutlåning uppgick under 2002 till 14 miljarder. Jämfört med 2001 är detta en halvering som i stort sett förklaras av att statens lån till Sveaskog på 12 miljarder betalades tillbaka strax efter årsskiftet 2001/02.

Räntebetalningarna på statsskulden uppgick till 65 miljarder kronor, 16 miljarder lägre än 2001. Under 2002 förföll ett lån med hög kupongränta och ersattes med lån med lägre kupongränta, vilket bidrog till nedgången. Den allt lägre statsskulden och ett generellt lägre ränteläge reducerar också räntebetalningarna. Slutligen innebar kronförstärkningen i förhållande till 2001 att de realiserade valutaförlusterna i stort sett halverades.

Statsskuldskörelvalningen avser statens bruttoskuld som den redovisas och förvaltas av Riksgäldskontoret. Genom att hänsyn inte tas till huruvida låneinstrument innehas av statliga myndigheter skiljer sig detta skuldmått från det konsoliderade skuldmått som används i t.ex. Årsredovisningen för staten. För att rätt reflektera förutsättningarna för statsskuldskörelvalningen redovisas nedan utvecklingen av bruttoskulden.

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 tvärt om. Exempelvis tas valutaskulden i den gängse definitionen av statsskulden upp till sitt aktuella värde, dvs. omräknat med bokslutsdagens valutakurser. Detta 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. I tabell 2.1 redovisas skillnad mellan lånebehovet och förändringen i statsskulden de senaste fem åren.

Tabell 2.1: Statens lånebehov och statsskuldens förändring budgetåren 1998–2002 (miljarder kronor).

	1998	1999	2000	2001	2002
Statens lånebehov	-9,7	-82,0	-101,9	-38,7	-1,2
Valutaomvärderad statsskuld	25,4	-2,8	9,2	6,3	-19,6
Övriga poster, netto	3,3	10,1	-0,9	-91,4	24,3
Summa	28,7	7,3	8,3	-85,1	4,7
Statsskuldens förändring	19,0	-74,7	-93,6	-123,8	3,5
Förändring i procent av BNP	1,0	-3,6	-4,3	-5,5	0,1

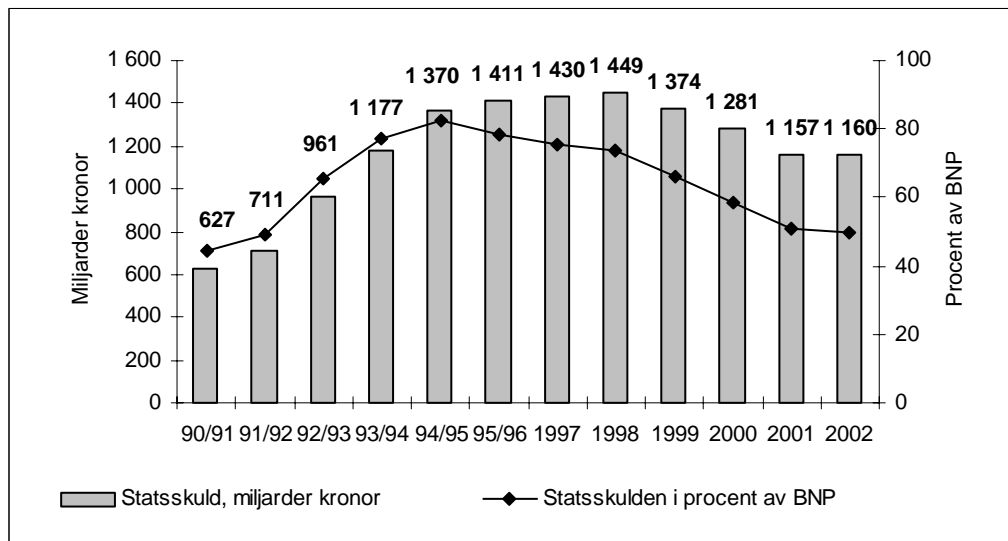
Källa: Riksgäldskontoret.

Valutaomvärderingen av valutaskulden är en viktig komponent i att förklara skillnader mellan förändringar i lånebehov och statsskuld. Exempelvis vändes 1998 ett överskott i statbudgeten på 10 miljarder kronor till en ökning av statsskulden på 19 miljarder kronor på grund av att den svenska kronan försvagades under året. Även 2000 och 2001 bidrog en försvagad valutakurs till en ökning av statsskulden.

Statsskulden uppgick vid utgången av 2002 till 1 160 miljarder kronor, vilket motsvarar ungefär 50 procent av BNP. Skulden ökade totalt sett med 3,5 miljarder kronor under 2002. Bakom den siffran döljer sig dock stora bruttoförändringar. Exempelvis ökade skulden vid halvårsskiftet med 40 miljarder kronor i samband med att vissa myndigheters konfordringar på Riksgäldskontoret omvandlades till statsobligationer. Valutaskuldens värde minskade med 20 miljarder till följd av realiserade valutavinster som uppkommit när kronan stärktes under året. Den gynnsamma effekten av kronförstärkningen döljs således av en teknisk justering i redovisningen. Under 2002 motverkades skuldens ökning även av

en neddragning av Riksgäldskontorets placeringar i Skr. 2002/03:104 upplåningsverksamheten.

Diagram 2.2: Statsskulden vid utgången av respektive budgetår 1990/91–2002 (miljarder kronor och i procent av BNP).



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 är tillsammans med skuldens absoluta storlek styrande för vilken total kostnad och samlad risk som kan förväntas i förvaltningen av statsskulden.

I det officiella skuldbegreppet ingår inte den valutaexponering i utländsk valuta som tas via skuldskötselåtgärder. För att få en rättvisande bild av statsskuldens sammansättning och valutaexponering bör även skuldbytesavtal³ i kronor och utländsk valuta samt derivatpositioner som påverkar skuldens valutfördelning och ränterisk beaktas.⁴ Det är även i dessa termer, dvs. inklusive skuldskötselåtgärder, som Riksgäldskontorets upplåningsmandat i utländsk valuta och riktlinjerna i övrigt fastställs.

³ En närmare beskrivning av skuldbytesavtal ges i avsnitt 5.1 Lån i utländsk valuta.

⁴ Regeringen har beslutat att statsskulden fr.o.m. 2003 skall mätas på ett mer rättvisande sätt. Det nya måttet bygger på att statsskulden beräknas inklusive derivatinstrument och att samtliga skuldinstrument värderas till nominellt slutvärde enligt samma principer som tillämpas inom EU. Ändringen påverkar inte statens verkliga ekonomiska ställning utan gör endast att Riksgäldskontorets redovisning ger en bättre bild av statsskuldens storlek och sammansättning.

Tabell 2.2: Statsskuldens sammansättning inklusive skuldskötselåtgärder vid utgången av respektive budgetår 1998–2002 (miljarder kronor och i procent av statsskuld). Skr. 2002/03:104

	1998	1999	2000	2001	2002
Nom. lån i svenska kronor	920	874	801	676	661
<i>Nom. lån i svenska kronor, andel</i>	<i>63%</i>	<i>64%</i>	<i>62%</i>	<i>58%</i>	<i>56%</i>
Reala lån i svenska kronor	94	98	102	95	136
<i>Reala lån i svenska kronor, andel</i>	<i>6%</i>	<i>7%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>12%</i>
Lån utländsk valuta, inkl.skuldskötsel	448	402	392	404	373
<i>Lån i utländsk valuta, andel</i>	<i>31%</i>	<i>29%</i>	<i>30%</i>	<i>34%</i>	<i>32%</i>
Statsskuld, inkl. skuldskötsel	1 462	1 373	1 295	1 176	1 170
Statsskuld, exkl. skuldskötsel	1 449	1 374	1 281	1 157	1 160

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm.: Skuld i utländsk valuta (inklusive skuldbytesavtal) är omvärderad till valutakurser vid respektive årsslut.

Andelen upplåning i utländsk valuta växte snabbt under första halvan av 1990-talet, från under 10 procent till knappt 29 procent av statsskulden budgetåret 1994/95. Därefter har andelen legat runt 30 procent av statskulden. I slutet av 2002 uppgick skulden i utländsk valuta till 373 miljarder kronor, vilket motsvarar 32 procent av statsskuldens värde. Den minskade valutaskulden förklaras främst av kronförstärkningen under 2002. Skuldskötselåtgärder uppgick till 175 miljarder kronor vid utgången av 2002, motsvarande ca 47 procent av valutaskulden.

Tabell 2.3: Statsskuldens sammansättning fördelat på skuldslag vid utgången av budgetåren 1998–2002, exklusive och inklusive skuldskötselåtgärder (miljarder kronor och i procent av total statsskuld).

	1998	1999	2000	2001	2002	Andel av statsskuld
Statsobligationer	686	679	604	519	523	45,1%
Statsskuldväxlar	226	244	275	251	242	20,8%
Dagslån	11	0	0	13	5	0,4%
Premieobligationer	59	54	50	44	41	3,5%
Riksgäldskonto	6	3	2	1	1	0,1%
Riksgäldspar, nominellt	5	6	7	11	15	1,3%
Nom. lån i svenska kronor	992	986	937	838	826	71,2%
Nom. lån sv. kr., inkl. skuldskötsel	920	874	801	676	661	56,5%
Realobligationer	94	97	101	94	135	11,6%
Riksgäldspar, reallt	1	1	1	1	1	0,1%
Reala lån i svenska kronor	94	98	102	95	136	11,7%
Lån utländsk valuta	363	291	241	223	198	17,1%
Lån utländsk valuta, inkl. skuldskötsel	448	402	392	404	373	31,8%
Statsskuld, exkl. skuldskötsel	1 449	1 374	1 281	1 157	1 160	100%
Statsskuld, inkl. skuldskötsel	1 462	1 373	1 295	1 176	1 170	100%

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm.: Skuld i utländsk valuta är värderad till valutakurser vid respektive årsslut. Detta gäller även skuldbytesavtalen.

Nominella lån i svenska kronor utgör traditionellt den viktigaste finansieringskällan för upplåningen av statsskulden. Skuldslagets andel har under femårsperioden svarat för knappt två tredjedelar av den totala skuldstocken (exklusive skuldskötselåtgärder). Merparten av upplåningen i nominella 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). Den utestående volymen i dessa låneinstrument uppgick 2002 till 765 miljarder kronor exklusive kronswappar. Till kronskulden räknas även dagslån, depositransaktioner och repor som används för att hantera de dagliga betalningsflödena till och från staten.

I skuldslaget nominella lån ingår även huvuddelen av upplåningen på hushållsmarknaden som erbjuder Riksgäldskontoret möjligheter att bredda upplåningen till fler långivare såsom privatpersoner, mindre företag och organisationer. Som mest uppgick upplåningen från hushållsmarknaden till 116 miljarder kronor 1995/65. Allt sedan allemanssparandet, som stod för ca 30 miljarder kronor, avskaffades 1998 har hushållsupplåningen minskat. Under den senaste femårsperioden har upplåningen från hushållen minskat från 70 miljarder kronor 1998 till 57 miljarder kronor 2002. Premieobligationerna, med en lånestock på 41 miljarder kronor, utgör basen för hushållsupplåningen. Riksgäldsspar har med tiden blivit en allt populärare sparform och uppgick 2002 till 15 miljarder kronor.

Reala lån i svenska kronor fyller en viktig funktion i statens låneportfölj. De bidrar till att diversifiera upplåningen till ytterligare en typ av finansiering utöver nominell kron- och valutaupplåning. Det finns dessutom skäl att anta att real upplåning har fördelaktiga riskegenskaper, eftersom den inflationskompensation som utbetalas vid real upplåning i normalfallet samvarierar med konjunkturen och statens budgetsaldo. I en väl fungerande marknad med låga likviditetspremier kan real upplåning även förväntas ge staten lägre upplåningskostnader jämfört med nominell upplåning. Låneformen ger fördelar för investeraren eftersom denne erbjuds en möjlighet att försäkra sig mot inflation genom att staten övertar inflationsrisken. 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. År 2002 ökade stocken realobligationer kraftigt till 135 miljarder kronor. Merparten av ökningen förklaras av överföringen av kontoinnehav hos Riksgäldskontoret till statspappersmarknaden för Kärnavfallsfondens och Premiepensionsmyndighetens räkning. Till följd av starkare efterfrågan på reala placeringar ökade även emissionsvolymen under 2002. Andelen realobligationer uppgick i slutet av året till närmare 12 procent av statsskulden.

3 Utvärdering av regeringens beslut om riktlinjer för 1999–2002

Skr. 2002/03:104

Regeringens bedömning: Regeringens riktlinjebeslut bör utvärderas i ett flerårigt perspektiv. Ambitionen att långsiktigt minska valutaskuldens andel av statsskulden har så långt inte genomförts av kostnadsskäl. Förkortningen av statsskuldens löptid i riktlinjerna för 2000 förefaller under 2001 såväl som under 2002 ha medfört lägre skuldkostnader utan att risken i förvaltningen ökat mer än marginellt. Förändringen av riktlinjen för statsskuldens förfalloprofil som gjordes inför 2002 var väl motiverad utifrån det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

Bakgrund: Regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldförvaltningen 2002 kan sammanfattas enligt nedan:

- Ett flerårigt tidsperspektiv anlades i syfte att skapa förutsättningar för långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken. Beslutet omfattar 2002–2004, men riktlinjerna för 2003 och 2004 betraktas som preliminära.
- Den långsiktiga inriktningen är att valutaskuldens andel av statsskulden skall minska och andelen kronskuld öka.
- Valutaskulden skall amorteras med 15 ± 15 miljarder kronor 2002.
- Kostnader och risk skall vägas in i strategiska beslut om amorteringstakten.
- Riksgäldskontoret ges möjlighet att välja andra motparter än Riksbanken vid växling av utländsk valuta mot svenska kronor.
- Andelen reallån i statskulden skall långsiktigt öka.
- 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 \pm 0,3 år för perioden 2002–2004.
- 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 analysen kommer att ligga på de delar som bedöms som mest intressanta i utvärderingen av regeringens riktlinjer; dels reduceringen av andelen valutaskuld i statsskulden, dels förkortningen av genomsnittlig löptid i den nominella skulden. Dessutom utvärderas beslutet att inför 2002 förändra riktlinjen för skuldens förfalloprofil.

I riktlinjebesluten för 1999 och 2000 saknades tillräckligt underlag för att kunna ta ställning till den långsiktiga utvecklingen i de olika skuldslagens andelar. I allt väsentligt syftade riktlinjerna därför till att hålla skuldens portföljandelar oförändrade. Inför 2001 fann regeringen det möjligt att ta ställning till den långsiktiga utvecklingen av skuldens sammansättning och rörelseriktning. En samlad bedömning gav att de kostnadsmässiga skälen för valutaupplåning inte längre var lika starka som tidigare år samtidigt som riskerna med en stor valutaskuld blivit tydligare. Regeringen fann därmed att övervägande skäl talade för att andelen valutaskuld skulle minskas. Riktmärket för amorteringstakten ökades därför

till 35 miljarder kronor från de 25 miljarder kronor som varit fallet 1999 och 2000. För 2002 och 2003 angavs preliminärt samma amorteringsbe-
lopp. Runt amorteringsriktmärket bedömdes ett intervall på ± 15 miljar-
der kronor vara väl avvägt. Regeringen förtydligade också mandatet för
Riksgäldskontoret att väga in kostnader och risk i beslut om amorterings-
takten. Syftet var att skapa utrymme för att inte i onödan fördyra skuld-
förvaltningen i lägen då kronans värde bedöms vara svag. Efter att Riks-
gäldskontoret valt att utnyttja hela utrymmet att anpassa amorteringstak-
ten nedåt sänkte regeringen i juli 2001 riktmärket för valutaamorteringen
2001 från 35 till 25 miljarder kronor.

I riktlinjerna för 2002 angav regeringen att valutaskuldens andel av
statskulden långsiktigt skulle minska och att valutaskulden skulle amor-
teras med 15 miljarder kronor 2002. Risker för att kronan skulle ligga
 kvar på en svag nivå och att amortering av valutaskulden därmed skulle
bli kostsam angavs som skäl till att begränsa amorteringstakten till
15 miljarder. De statsfinansiella utsikterna och utvecklingen av statskul-
den bedömdes inte som lika förmånliga som inför 2001 års riktlinjebe-
slut. Därför ansåg regeringen att det fanns skäl till att under de närmaste
åren välja en något lägre långsiktig amorteringstakt av valutaskulden än
tidigare. Den långsiktiga inriktningen av amorteringstakten angavs till
25 miljarder kronor. Detta var också den takt som föreslogs gälla för
2002 och 2003. Intervallet runt amorteringsriktmärket skulle även fort-
sättningsvis uppgå till ± 15 miljarder kronor. Kostnader och risk skulle
vägas in i Riksgäldskontorets strategiska beslut om amorteringstakten.

Den genomsnittliga durationen i den nominella kron- och valutaskul-
den minskades, enligt regeringens riktlinjer, från 3,0 år 1999 till 2,7
år under 2000. Som skäl angavs att förkortningen på längre sikt kunde för-
väntas ge något lägre kostnader samtidigt som riskökningen av förkort-
ningen bedömdes som marginell. Att statsfinanserna såg ut att bli allt
stabilare talade även för en något kortare löptid och att en begränsad ök-
ning av risken i skulden kunde accepteras. Inför 2002 angav regeringen,
på samma sätt som inför 2001, att det inte framkommit några skäl för att
ändra riktlinjen för löptiden i den nominella skulden. Därmed bestämdes
att riktvärdet för den genomsnittliga duration i den nominella skulden
även fortsättningsvis skulle vara 2,7 år för perioden 2002–2004. Avvikelse-
intervall sattes som tidigare till $\pm 0,3$ år.

Den detaljerade riktlinjen för förfalloprofilen förändrades i regeringens
riktlinjebeslut för 2002 i och med att det bestämdes att en jämn förfallo-
profil skall eftersträvas. Regeringen beslutade att behålla målet att upplå-
ningen skall inriktas mot att inte mer än 25 procent av skulden förfaller
inom de närmaste tolv månaderna. Däremot valde regeringen att ta bort
kravet att högst 30 procent av skulden får förfalla inom nämnda period.

Begreppet duration

Duration används för att mäta skuldens varaktighet. 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. Kortare löptid och högre kupongränta ger
lägre duration.

Sammansättningen av statsskulden

I riktlinjerna för 2002 reducerades amorteringstakten till 15 miljarder kronor för 2002 respektive 25 miljarder kronor för var och ett av åren 2003 och 2004. Detta gjordes med hänsyn till bedömningar av den svenska kronans kursutveckling och att de statsfinansiella utsikterna inte framstod som lika förmånliga som inför 2001. Givet då gällande prognoser för kronkursens utveckling och lånebehovets storlek förväntades amorteringarna leda till att valutaandelen successivt skulle falla och uppgå till ca 27 procent av statsskulden vid utgången av 2004.

I riktlinjerna för 2002 gavs Riksgäldskontoret möjlighet att i princip avstå från amorteringar på valutaskulden om kronan skulle förbli svag under året. I december 2001 beslutade Riksgäldskontoret att utnyttja flexibiliteten nedåt och sikta på en amortering på maximalt 5 miljarder kronor. Kronan bedömdes som omotiverat svag och därför ansågs det vara kostnadsmässigt motiverat att tills vidare avstå från att amortera på valutaskulden. Utfallet för 2002 visade att amorteringen på valutaskulden uppgick till 1 miljard kronor.

Trots att amorteringarna under 2002 i princip uteblev minskade valutaskuldens värde med 31 miljarder kronor under året (inklusive skuldskötselåtgärder). Valutaandelen minskade från 34 procent 2001 till 32 procent 2002. Förändringen förklaras nästan uteslutande av att kronans värde stärktes under 2002.

Valutaskuldens andel av statsskulden är fortfarande högre än den var för fem år sedan. Regeringen kan därmed konstatera att ambitionen att långsiktigt minska valutaskuldens andel av statsskulden så långt inte har uppnåtts. Att valutaandelen inte minskat i önskad utsträckning beror till viss del på att planerade amorteringar av kostnadsskäl skjutits på framtiden. Motivet för detta har varit att kronan bedömts vara tillfälligt svag, vilket också bidragit till att hålla uppe valutaandelen. Regeringen har på ett tydligt sätt uppdragit åt Riksgäldskontoret att väga in kronans kurs vid beslut om amorteringstakt inom ramarna för riktlinjerna. De avsteg som gjorts från det ursprungliga riktmärket har också motiverats av kostnadsskäl.

Kronförstärkningen under 2002 ger stöd för bedömningen att regeringens beslut att reducera riktvärdet för amorteringen på valutaskulden till 15 miljarder kronor, liksom beslutet att från 2001 uppdra åt Riksgäldskontoret att väga in kronkursen i sin hantering av amorteringsmandatet, har bidragit till att reducera kostnaderna för statsskulden. Det har samtidigt bidragit till att i någon mån höja risknivån i statsskulden, men enligt regeringens bedömning var detta motiverat med hänsyn till det onormala värde som kronan uppvisade.

I riktlinjerna för 2003 har riktvärdet för amorteringarna på valutaskulden fastställts till 25 miljarder kronor för 2003–2005. Riksgäldskontoret skall även fortsättningsvis väga in kostnader och risk i strategiska beslut om amorteringstakten. Däremot skall valutaskuldens andel inte vägas in i sådana beslut. Det innebär att ingen hänsyn skall tas till i vilken utsträck-

ning kontoret tidigare avstått från att amortera på valutaskulden i förhållande till riktvärdet.

Skr. 2002/03:104

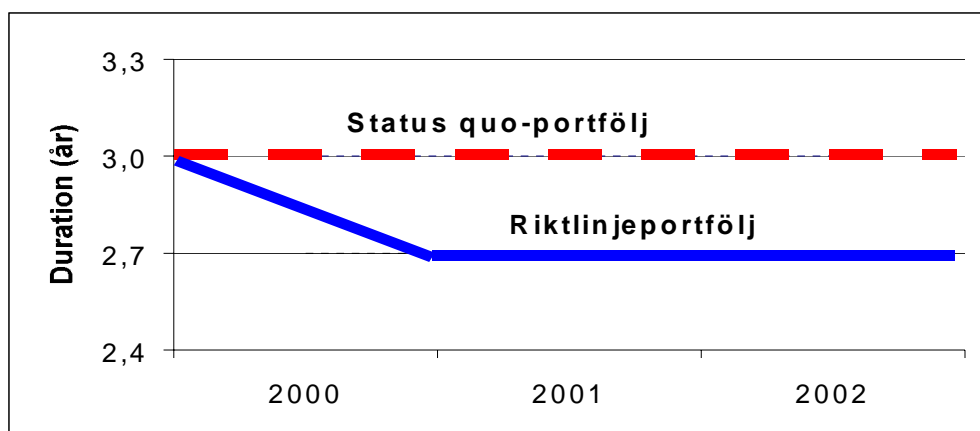
Förkortning av genomsnittlig löptid i den nominella skulden

Det finns ett antal sätt att utvärdera regeringens beslut om löptidsförkortningen av den nominella skulden. Kvalitativa utvärderingar kan exempelvis ske genom att studera vilka överväganden som gjorts med utgångspunkt i marknadsvärden av den svenska kronskulden eller genom att göra internationella jämförelser. Regeringen har dock tidigare valt att göra en kvantitativ utvärdering där löptidsförkortningen jämförs med status quo-portföljen vid beslutstillfället. Det innebär att man undersöker hur stor 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.

Kostnadsskillnaden har beräknats utifrån de två förenklade portföljerna och deras respektive durationsbanor. För 2000 indikerade beräkningarna att den totala skuldens genomsnittliga emissionsränta vid årets slut var omkring 8 baspunkter lägre i portföljen med 2,7 års duration. I kostnadsbesparing motsvarar detta ca 800 miljoner kronor. Liknande portföljberäkningar för 2001 och 2002 indikerar en kostnadsbesparing på ca 4 baspunkter per år, motsvarande ca 400 miljoner kronor årligen.

Troligtvis är den långsiktiga årliga besparingen betydligt lägre än vad beräkningen för 2000 indikerar och sannolikt även något lägre än beräkningarna för 2001 och 2002. Beräkningar baserade på steady state-portföljer, dvs. portföljer vars förfalloprofil inte ändras över tiden, indikerar att kostnadsbesparingen uppgick till ca 250 miljoner kronor 2002. Detta förefaller vara en rimligare nivå på den långsiktiga kostnadsbesparingen.

Diagram 3.1: Durationsbanor för de två skuldportföljer som jämförs – riktlinjeportföljen (2,7 år) och status quo-portföljen (3 år).



⁵ Se även avsnitt 4.3 Valutasammansättning i riktmarkesportföljen för valutaskulden.

I tidigare utvärderingar har regeringen påpekat att man bör vara försiktig med att dra långtgående slutsatser av beräkningarna eftersom de baseras på stiliserade portföljer med förenklade antaganden. Det är också så att så länge som avkastningskurvan har positiv lutning, vilket kan sägas vara normalfallet, kommer en neddragning av skuldens löptid alltid att visa ett positivt resultat.

Den lägre kostnaden med kort upplåning skall vägas mot en ökad refinansieringsrisk som följer av en sådan upplåning. En kortare duration innebär att en större andel av statsskulden omsätts varje år vilket i sin tur medför att förändringar i marknadsräntorna får ett större genomslag på emissionsräntorna. Det är dock svårt att beräkna kvantitativa mått på refinansieringsrisk. I Riksgäldskontorets analysmodell används volatilitet i emissionsräntorna som riskmått. Tidigare modellsimuleringar har visat att den genomförda förkortningen av löptiden i skulden endast skulle ge en marginell effekt på risknivån. Analysen visade också att det krävs en betydligt större durationsförändring än den faktiskt genomförda för att risknivån skulle stiga nämnvärt.

Regeringens slutsats i denna utvärdering är densamma som i de senaste två årens skrivelser. Förkortningen av löptiden verkar ha gjorts i ett gynnsamt läge. Indikativa beräkningar, som visserligen bör tolkas med försiktighet, tyder på kostnadsbesparingar även när en längre utvärderingsperiod föreligger utan att risken ökat annat än marginellt.

I riktlinjerna för 2003 anges att den genomsnittliga durationen i den nominella kron- och valutaskulden 2003 skall vara 2,7 år. Inriktningen för 2004 och 2005 är att durationen skall vara oförändrad.

Förändringen av riktlinjen för statsskuldens förfalloprofil

Regeringen bestämde inför 2002 att ändra riktlinjen för statsskuldens förfalloprofil. Den tidigare skrivningen om att högst 30 procent av skulden får förfalla inom de närmaste tolv månaderna slopades. Inriktningen på upplåningen skall dock fortfarande vara sådan att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna. I övrigt skall en jämn förfalloprofil eftersträvas. Riktlinjen om en jämn förfalloprofil för skulden utgör ett komplement till riktvärdet för durationen och syftar till att begränsa refinansieringsriskerna i skulden. Någon direkt koppling mellan refinansieringsriskerna och lån med förfall inom den närmaste tolv månadsperioden finns dock inte. Stora lånebehov koncentrerade i tiden kan utgöra risker även om andelen lån som förfaller inom det närmaste året ligger under riktvärdet på 25 procent.

Det är viktigt att samtliga riktlinjer som fastställs i riktlinjebesluten motiveras utifrån det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Den tidigare riktlinjen för förfalloprofilen bedömdes inte vara ändamålsenligt utformad. Man kan tänka sig situationer där restriktionen på högst 30 procent förfall av skulden inom tolv månader skulle tvinga Riksgäldskontoret att vidta kostsamma åtgärder utan att för den skull risken i förvaltningen blev lägre. Regeringen anser att förändringen av riktlinjen för statsskuldens förfalloprofil har varit väl motiverad utifrån det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

4 Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut

Skr. 2002/03:104

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

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret utnyttjade möjligheterna till avvikelser från angiven amortering under 2002. Beslutet togs av kostnadsskäl och baserades på strategiska bedömningar av kronkursen. Motiven för beslutet förefaller vara välgrundade. Slutlig bedömning av utfallet kan dock ske först då strategiska amorteringspositioner stängs eller efter att tillräcklig tid har förflutit.

Bakgrund: Inom ramen för riktlinjerna har Riksgäldskontoret möjlighet till strategiska beslut om fördelningen av statskulden mellan olika skuldslag, dels via amorteringsmandatet, dels via riktlinjerna för den reala upplåningen. Resterande upplåningsbehov täcks genom nominell kronupplåning.

När det gäller den reala upplåningen valde Riksgäldskontoret att inte avvika från riktlinjerna under 2000–2002. Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna för den reala skulden avgörs på operativ nivå och utvärderas därför också 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.

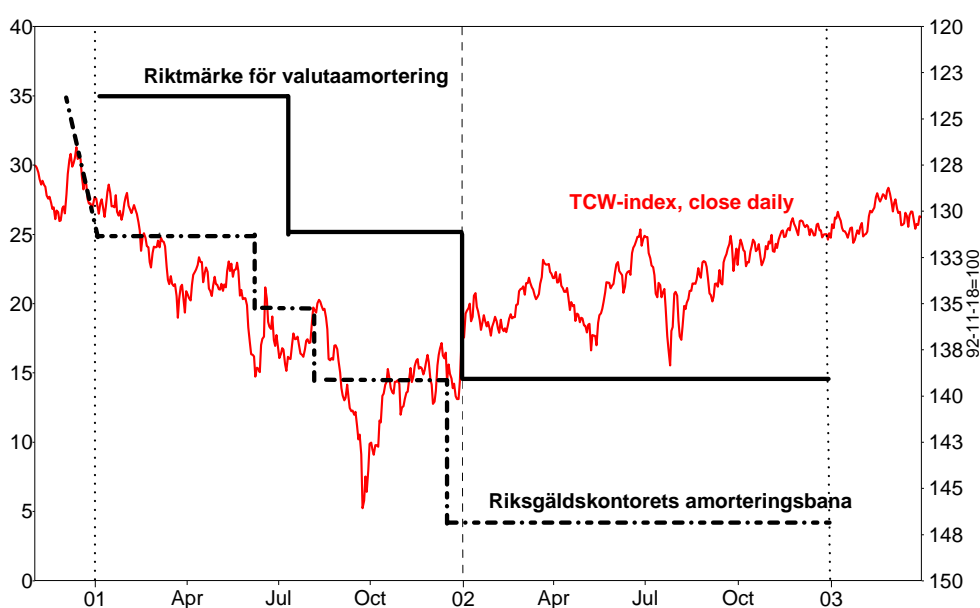
Regeringens riktlinjebeslut inför 2002 innebar att valutaskulden skulle amorteras med 15 miljarder kronor 2002. I tillämpningen av valutamandatet gavs Riksgäldskontoret möjlighet att avvika från riktvärdet med ± 15 miljarder kronor. Flexibiliteten skall kunna utnyttjas för att främja det övergripande målet för statskuldsförvaltningen, nämligen att minimera kostnaderna med beaktande av risk. Exempel på överväganden utgörs av ändringar i lånebehov, lånevillkor på kronmarknaden, marknadsvård, eller strategiska bedömningar av kronkursens utveckling.

Riksgäldskontoret har under tidigare år utnyttjat flexibiliteten i hanteringen av valutamandatet. Under 2001 valde Riksgäldskontoret exempelvis att väga in kostnader och risk i beslut om amorteringstakten. Då, liksom under 2002, gjordes försök att väga risken med en hög valutaskuld mot risken att valutaamorteringen sker till en oförmånlig kronkurs. Risken med en stor valutaskuld talar för en snabb amorteringstakt och risken att amorteringen sker till en svag kronkurs talar för en begränsad amortering.

Riktmärket för valutaamorteringen 2002 var 15 miljarder kronor med en tillåten avvikelse på ± 15 miljarder kronor. I december 2001 beslutade Riksgäldskontoret att utnyttja flexibiliteten nedåt och sikta på en amortering på maximalt 5 miljarder kronor, dvs. att skjuta på amorteringar till ett värde av minst 10 miljarder kronor jämfört med regeringens riktlinjer. Utfallet för 2002 visar att amorteringarna på valutaskulden uppgick till 1 miljard kronor.

Riksgäldskontoret ansåg det kostnadsmässigt riktigt att under 2002 tills vidare avstå från en större del av amorteringarna eftersom kronan vid beslutstillfället bedömdes som omotiverat svag. I samband med amorteringsbeslutet pekade Riksgäldskontoret på ett antal faktorer som samtliga indikerade att kronan var undervärderad. Exempelvis visade en studie av olika länders relativa produktivitet att kronan var ca 10 procent undervärderad vid beslutstillfället. Jämförelse med den genomsnittliga kronkursen sedan 1996 gav ett liknande resultat. Riksgäldskontoret pekade även på att stora tillfälliga kapitalflöden, i samband med att förvaltare viktat om sina tillgångsportföljer, kunde antas ha försvagat kronan. I och med att dessa flöden förväntades minska bedömdes kronan åter kunna stärkas.

Diagram 4.1: Utvecklingen av TCW-index och beslutade amorteringsbanor för valutaskulden november 2000–2003.



Kronkursen, mätt mot TCW-index, låg i början av 2002 på 135.⁶ Under 2002 varierade TCW-index mellan 130 och 138 (i genomsnitt 135) för att i slutet av året stabiliseras omkring 131.

Beslutet att skjuta på valutaamorteringarna baserades på strategiska, långsiktiga bedömningar av valutakursutvecklingen och måste därför också utvärderas i det perspektivet. En slutlig bedömning av resultatet av de uppskjutna amorteringarna kan göras först då det uppskjutna beloppet amorterats eller efter att en viss tid förflutit, t.ex. en hel konjunkturcykel. Däremot utgör kronkursens utveckling under 2002 en indikation på att beslutet att avvika var riktigt. Riksgäldskontoret beslut att skjuta på amorteringarna innebar att man undviker att köpa utländsk valuta i ett ofördelaktigt läge. Om kronan skulle ligga kvar på samma nivå som i slutet av 2002, ca 131 i TCW-termer, innebär beslutet att avvika med 10 miljarder kronor en kostnadsbesparing på ca 300 miljoner kronor. Om

⁶ Valutafördelningen i TCW-index liknar valutaskuldens sammansättning och därför är TCW-index ett användbart mått när tillämpningen av valutamandatet skall utvärderas.

man tar hänsyn till att den faktiska amorteringen endast blev ca 1 miljard kronor blir kostnadsbesparingen något större.

Beslutet att avvika skall också analyseras i riskhänseende. Till följd av beslutet 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.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen anser att det amorteringsbeslut som Riksgäldskontoret fattat under 2002 förefaller rimligt och välgrundat. Riksgäldskontorets bedömning om kronkursens utveckling har infriats. Kronan har stärkts under 2002 och även fortsatt att stärkas under inledningen av 2003. Riksgäldskontorets intention att sänka kostnaderna i skuldförvaltningen har därmed varit lyckosam.

Regeringen bedömer att amorteringsbeslutet även i riskhänseende var rimligt. Mot bakgrund av att den genomsnittliga kronkursen under 2002 låg på en ganska svag nivå, drygt 135 mätt mot TCW, bedöms risken för att kronan skall försvagas till en ännu svagare nivå som förhållandevis liten. Amorteringsbeslutet framstår också som rimligt om man beaktar att Riksgäldskontoret, tillsammans med många andra bedömare, anser att kronan kommer att stärkas ytterligare något i förhållande till den nivå som rådde i slutet av 2002.

Fram till dess att en slutlig utvärdering av amorteringsbeslutet kan ske, bör de ackumulerade positionerna följas löpande och grunderna för beslut om att under ett visst år avvika från amorteringsriktmärket bedömas. I praktiken blir de perioder som tillämpas i utvärderingen gränssättande för utvärderingen, dvs. en slutlig bedömning av beslutet bör ske senast efter fem år.

4.2 Durationen för den nominella skulden

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets val att inte avvika från durationen i riktlinjerna för den nominella skulden är motiverat. Kontorets strategi med olika duration för kron- och valutaskulden kan för åren 1999–2002 anses motiverad jämfört med om den i riktlinjerna angivna durationen använts i båda riktmärkena.

Bakgrund: Sedan två år tillbaka reglerar riktlinjerna endast riktvärdet för den genomsnittliga durationen. Gränserna för de faktiska variationerna i durationen i den nominella skulden beslutas av Riksgäldskontoret. I riktlinjebeslutet för 2002 angavs följande:

- Riktvärdet för den genomsnittliga nominella kron- och valutaskulden skulle vara 2,7 år. Inriktningen för 2003 och 2004 var att durationen skulle vara oförändrad.
- Riksgäldskontoret får vid fastställandet av riktmärken för de nominella skuldslagen avvika från angivet riktvärde med maximalt $\pm 0,3$ år.

Under 2002 valde Riksgäldskontoret att inte avvika från riktvärdet. Riksgäldskontorets analys, som bygger på antagandet om en i genomsnitt positivt lutande avkastningskurva, visar att man runt målet på 2,7 år får en rimlig avvägning mellan kostnad och risk.

Liksom tidigare år valde Riksgäldskontoret att under 2002 tillämpa skilda löptider i de nominella skuldslagen. Den nominella skuldens sammanvägda duration på 2,7 år uppnåddes genom att durationsmålet för kronskulden sattes till 2,9 år och för valutaskulden till 2,3 år. Riksgäldskontoret tilläts, liksom tidigare år, avvika från angivna riktvärden med maximalt $\pm 0,3$ år.

När Riksgäldskontoret tidigare argumenterat för olika duration i valutaskuld och nominell kronskuld har det starkaste skälet varit att uppnå kostnads målet till lägre risk. Tidigare analyser av de portföljmässiga kostnads- och riskaspekterna har dock visat att kostnads- och riskargumenten för en uppdelad duration inte är speciellt starka. En portfölj där durationen skiljer sig något mellan kron- och valutaskulden har i stort sett samma risk- och kostnadsegenskaper som en portfölj med samma duration i båda skuldslagen. För att en markant skillnad i risk- och kostnadsegenskaper skall uppstå måste det till förhållandevis stora durationskillnader mellan de olika skuldslagen.

Uppfattning att de kvantitativa argumenten för en uppdelad duration är svaga, bekräftas av två schablonmässiga beräkningar som Riksgäldskontoret genomfört baserade på marknadsdata för 2002. Enligt den första beräkningen, som även använts tidigare år, har differentieringen av durationen inneburit en kostnadsbesparing på 0,7 räntepunkter under 2002. Detta motsvarar ca 70 miljoner kronor i kostnadsbesparing. Den andra beräkningen har baserats på steady state-portföljer, dvs. portföljer vars förfalloprofil inte ändras över tiden. Metoden bedöms fånga det emissionsmönster som krävs för att uppnå en viss duration på ett bättre sätt. Beräkningen indikerar en besparing på ca 0,2 räntepunkter, vilket motsvarar ca 20 miljoner kronor. Oavsett vilken av metoderna som används så bedöms kostnadseffekterna av en uppdelad duration vara små.

Det bedöms dock finnas andra skäl för en uppdelad duration än de som bygger på rena kostnads- och riskaspekter. Riksgäldskontoret argumenterar för att en uppdelad duration kan motiveras utifrån en strävan att upprätthålla en likvid obligationsmarknad, som i förlängningen bör ge lägre räntekostnader för statsskulden. Att ha en något längre duration i kronskulden gör det möjligt att emittera en större andel obligationer i långa löptider. På detta sätt främjas likviditeten i obligationsmarknaden.

Tabell 4.1: Räntor och volatilitet i portfölj med skild duration i skuldslagen (Riksgäldskontoret) jämfört med portfölj med gemensam duration (regeringens riktlinjer).

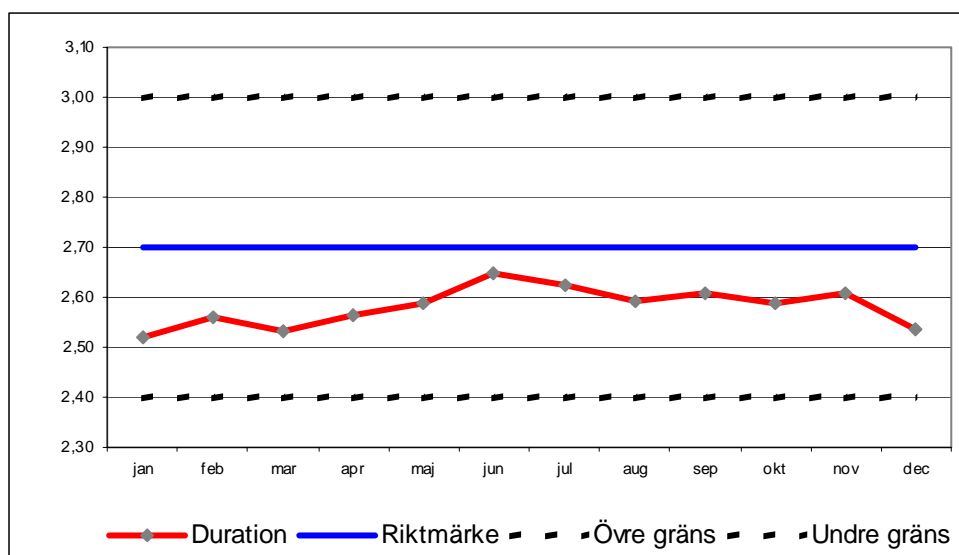
	Ränteskillnad [baspunkter]	Volatilitetsskillnad [baspunkter]
År 1999	-2	-3
År 2000	+2	+7
År 2001	-0,4	-
År 2002	-0,7	-

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm.: Volatiliteten mäts som samlad standardavvikelse i respektive portfölj under respektive år.

Durationen för den samlade nominella skulden har varit förhållandevis låg under 2002. Förutom smärre avvikelser till följd av den aktiva förvaltningen av valutaskulden hölls durationen för valutaskulden i stort sett konstant på riktvärdet 2,3 år. Däremot har durationen i den nominella kronskulden varierat och kan sägas ha varit låg under 2002. Den låga durationen förklaras främst av att växelstocken varit större än väntat beroende på ett oväntat stort lånebehov, inte minst i slutet av året.

Diagram 4.2: Durationsutveckling för den nominella skulden under 2002.



Skälen för regeringens bedömning: Riktlinjen för löptiden i den nominella skulden ger Riksgäldskontoret ett visst utrymme för strategiska positioner baserade på bedömningar av den mer långsiktiga ränteutvecklingen på den svenska obligationsmarknaden.

I det fall Riksgäldskontoret avser avvika från riktvärdet bör motiven klargöras och effekten av avvikelsen redogöras för, både i kostnads- och riskhänseende. Samma krav på motivering gäller om Riksgäldskontoret väljer att inte avvika från riktvärdet.

Ett skäl till att utnyttja flexibiliteten för durationsriktvärdet inom det angivna intervallet skulle kunna vara om avkastningskurvan eller räntenivån under året väsentligt avvek från vad som betraktas som en neutral nivå. För att förändringar i durationen skall ge nämnvärda besparingar krävs dock även att avvikelsen bedöms vara förhållandevis bestående. Under 2002 bedöms några sådana skäl inte ha funnits. Den svenska långräntan sjönk visserligen något under året som en följd av fortsatt svag konjunktur. Räntenivåerna under 2002 har dock inte avvikit från genomsnittsräntan under den senaste fem- och treårsperioden. En jämförelse med den historiska utvecklingen för den tyska räntan visar även att den svenska långräntnivån inte var anmärkningsvärt låg under 2002. Sammantaget bedöms de svenska långa obligationsräntorna under 2002 legat nära vad som kan betraktas som en neutral nivå. Det gäller i synnerhet om man även beaktar att de korta räntorna, som mäter alternativkostnaden av att förlänga durationen, varit låga både i Sverige och i omvärlden. Regeringen har därför inget att anföra mot Riksgäldskontorets beslut att inte avvika från riktvärdet för den genomsnittliga durationen.

Det har i tidigare analyser visat sig svårt att finna kvantitativt hållbara skäl för en delad duration. Kvantitativa modellberäkningar baserade på marknadsdata för 2002 bekräftar denna uppfattning. Beräkningarna tyder på att kostnadsbesparingen av en differentierad duration har en i sammanhanget liten betydelse.

Regeringen anser att det finns kvalitativa skäl som talar för en skild duration. Dessa skäl har sitt ursprung i värden av statspappersmarknaden och bedöms vara minst lika viktiga som kostnadsargumentet. Dessutom är det så att Riksgäldskontorets strävan att upprätthålla en likvid obligationsmarknad i förlängningen bör ge lägre räntekostnader för statsskulden. Riksgäldskontorets strategi med olika duration för kron- och valutaskulden för åren 1999–2002 kan därmed anses motiverad.

Regeringen har noterat att durationen i kronskulden, för andra året i rad, varit låg. Anledningen till att durationen inte kan styras exakt är att skulden i kronor är så pass stor och att det finns ett krav på en upplåningspolicy som präglas av förutsägbarhet. Förutom varierande räntenivåer och kupongbetalningar, som gör att durationen tillfälligt stiger, beror variationer i durationen normalt sett på fluktuationer i det kortsiktiga lånebehovet. Om lånebehovet underskattas, vilket var vad som hände under senare delen av 2002, stiger normalt statsskuldväxelstockens storlek och/eller övrig kortfristig finansiering.

Under 2002 låg dock durationen under varje enskild månad i den nedre delen av intervallet för durationsriktvärdet. Detta indikerar att den låga durationen inte enbart var en följd av ett oväntat stort lånebehov. Regeringen anser att Riksgäldskontoret framöver bör vidta åtgärder för att undvika att hamna i en situation där durationen under så långa perioder ligger under, eller över, riktvärdet.

4.3 Valutasammansättning i riktmärkesportföljen för valutaskulden

Regeringens bedömning: Ökningen av andelen schweizerfranc i valutariktmärket, som gjordes under 2000, har under 2002 gett ett nettoresultat på noll. Regeringen anser att det fortfarande är alltför tidigt att slutligt utvärdera beslutet att öka andelen schweizerfranc. Den strategiska valutapositionen i dollar som togs under 2001 har under 2002 utvecklats i den riktning som avsetts och vinsterna har delvis realiserats. 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.

Bakgrund: Riktmärket för valutaskulden har traditionellt utformats i syfte att minimera risken för fluktuationer i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor till följd av variationer mellan i skulden ingående valutor. Riksgäldskontoret har valt att i två fall frångå denna riskminimeringsstrategi, dels genom att öka andelen skuld i schweizerfranc i valutariktmärket, dels genom att ta en strategisk valutaposition i amerikanska dollar.

Inför 2000 ökades andelen skuld i schweizerfranc (CHF) permanent med 5 procentenheter (från 4 till 9 procentenheter) i valutariktmärket.

Andelen skuld i euro minskades i motsvarande omfattning. Ändringen motsvarade ett absolut belopp på ca 20 miljarder kronor. Förändringen baserades på bedömningen att skuld i CHF till följd av den systematiskt låga räntenivån i Schweiz långsiktigt skulle ge en lägre kostnad än motsvarande skuld i euro, samtidigt som risken endast skulle öka marginellt. Analysen var i stort sett tillbakablickande och det konstaterades att det under de senaste 20 åren varit billigare att låna i CHF än i övriga europeiska valutor under ca 80 procent av tiden. Förändringen av andelen CHF gjordes eftersom Riksgäldskontoret bedömde att räntedifferensen skulle bestå. Samtidigt gjorde Riksgäldskontoret bedömningen att räntedifferensen inte fullt ut skulle motverkas av en förstärkning av CHF. Riksgäldskontoret avser inte att minska vikten för CHF i valutariktmarktet, med mindre än att CHF inte längre betecknas som en stabil lågräntevaluta. Därmed bör ökningen av andelen CHF utvärderas i ett längre perspektiv.

Ökningen av andelen CHF gav ett nettoresultat för året som slutade på noll. Bakom nollresultatet döljer sig en besparing på ca 400 miljoner kronor till följd av lägre räntekostnader. De lägre räntekostnaderna har dock motverkats av en förstärkning av CHF. Sammantaget har omviktningen till fördel för skuld i CHF inneburit en kostnadsökning på ca 1 miljard kronor under den senaste treårsperioden.

I slutet på december 2000 beslutade Riksgäldskontoret att ta en strategisk valutaposition genom att öka andelen skuld i amerikanska dollar (USD) med 6 procentenheter (från 14 till 20 procentenheter) på bekostnad av andelen skuld i euro. Vid tillfället för positionstagningen bedömdes dollarn vara kraftigt övervärderad mot euron. Positionen är långsiktig och speglar en strategisk bedömning om en euroförstärkning.

Diagram 4.3: Valutakurs för EUR/USD och EUR/CHF för 2000–2003.



Den strategiska dollarpositionen uppgick till 20 miljarder kronor och genomfördes till en genomsnittlig EUR/USD-kurs på 0,8970. Under 2002 förstärktes euron i förhållande till dollarn med ca 17 procent och

positionens värde ökade kraftigt. Vid två tillfällen, i juni och september, stängdes sammanlagt en procentenhet av den ursprungliga positionen till en kurs på 0,9920 respektive 1,0154 med en realiserad vinst på ca 450 miljoner kronor.

Det orealiserade värdet på den kvarstående positionen på 5 procentenheter uppgick vid årsskiftet till ca 3 miljarder kronor. Under inledningen av 2003 har euron fortsatt att stärkas mot dollarn. Det har medfört att Riksgäldskontoret stängt sammanlagt hälften av den strategiska positionen, med ytterligare realiserade vinster som följd.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen anser att strategiska valutapositioner, motsvarande dollarpositionen, bör utvärderas på samma sätt som Riksgäldskontorets operativa valutaförvaltning, dvs. genom att positionernas faktiska kostnader jämförs med valutariktmärkets hypotetiska kostnader. Avvikelsen från riktmärket anger i marknadsvärdesterm om den strategiska positionen 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. Därför anser regeringen det tillfredsställande att euron stärktes under 2002 och att en del av positionen därmed har kunnat stängas, med en realiserad kostnadsbesparing som följd. Regeringen ser också med tillförsikt fram mot att löpande följa utvecklingen av positionen.

Omviktningen till förmån för ökad skuld i CHF är av annan karaktär än dollarpositionen. Riksgäldskontoret tänker inte skifta tillbaka andelen skuld i CHF så länge Schweiz bedöms vara ett land med ett relativt sett lågt ränteläge. De motiv och den tidshorisont som positionen baserats på bör vägas in i utvärderingen. Det innebär att positionen bör utvärderas i ett mycket långt tidsperspektiv. Det kan dock konstateras att nettoresultatet av omviktningen under 2002 blev noll och att den inneburit en kostnadsökning motsvarande ca 1 miljard kronor under den senaste treårsperioden. Resultatet är orealiserat. Mot denna bakgrund anser regeringen att det sammantaget är alltför tidigt att utvärdera beslutet att öka andelen skuld i CHF på bekostnad av andelen skuld i euro.

4.4 Marknads- och skuldvård i kronskulden

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets mål för marknads- och skuldvården är rimliga och relevanta. Kontoret bedöms ha bidragit till att den svenska statspappersmarknaden effektiviserats genom att elektronisk handel av statsobligationer har fortsatt att utvecklas. Svenska statspappersmarknaden och Riksgäldskontorets marknadsvård förefaller stå sig väl i en jämförelse med motsvarigheter i andra europeiska länder.

Bakgrund: Förutom en väl avvägd fördelning mellan olika skuldslag och löptider är en väl fungerande statspappersmarknad en viktig förutsättning för att nå det övergripande målet för statsskuldspolitiken, att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risk. Marknadsvård är bl.a. de åtgärder som Riksgäldskontoret vidtar för att öka likviditeten och minska osäkerheten i den svenska statspappersmarknaden. En väl genomförd marknadsvård innebär med

naden. En väl genomförd marknadsvård innebär med största sannolikhet stora besparingar i form av lägre upplåningskostnader. Hög likviditet är viktigt för att de som investerar i statspapper skall känna sig säkra på att de kommer att kunna sälja pappren till marknadsmässiga priser i framtiden. Ju högre likviditet, desto mindre likviditetspremie, vilket betyder lägre upplåningskostnader för staten.

Minskad osäkerhet kan handla om att marknadsaktörerna skall känna sig säkra på att emittenten inte kommer att lämna hela marknaden eller enskilda lån och att viktig information presenteras med tillräcklig framförhållning. Marknadsaktörerna måste också kunna känna sig säkra på att emittenten inte utnyttjar sin särställning på ett för marknadsaktörerna ofördelaktigt sätt. En sista men viktig aspekt på minskad osäkerhet är säkra och effektiva system för handel, auktioner samt clearing och avveckling av statspappersaffärer.

Riksgäldskontoret har under årens lopp vidtagit en rad åtgärder som direkt eller indirekt bidrar till att långsiktigt sänka de absoluta räntekostnaderna för statsskulden. Många av dessa åtgärder är svåra att utvärdera kvantitativt och därför baseras utvärderingar av marknadsvård i stor utsträckning på kvalitativa analyser och överväganden.

Inför 2002 beslutade Riksgäldskontorets styrelse om följande operativa riktlinjer för att främja marknadsvården:

- Upplåningen skall kännetecknas av transparens och förutsägbarhet. Emissionsvolymerna skall spridas och refinansieringsrisken begränsas. Emissionerna skall understödja likviditeten i det elektroniska handelssystemet.
- Det elektroniska handelssystemet samt nya säkrare metoder för clearing och avveckling skall fortsätta att utvecklas.
- Repofaciliteter och byten skall tillhandahållas i syfte att understödja likviditeten i statspappersmarknaden.
- Vid kommunikation med, och i information till, marknaden skall agerandet vara konsekvent, förutsägbart och så öppet som möjligt.
- Genom att öppna nya, säkra, effektiva kanaler via Internet skall investerarsbasen för statspapper breddas.

Under 2002 har Riksgäldskontoret genomfört en övergripande utvärdering av marknadsvården på den svenska statspappersmarknaden. En särskild rapport om marknadsvård lämnades till regeringen i samband med att årsredovisningen för 2002 lämnades in. Från rapporten kan bl.a. följande slutsatser dras:

- Riksgäldskontorets system med benchmarklån och återförsäljare följer väl etablerad praxis från andra utvecklade statspappersmarknader.
- Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor utnyttjas betydligt oftare än motsvarande faciliteter i andra länder. Prissättningsstrukturen är också mer komplicerad i Sverige än i andra länder.
- Riksgäldskontoret anses vara ett av de mest öppna skuldkontoren i världen.
- Riksgäldskontoret kontakter med investerare kan bli mer strukturerade.

Den svenska statspappersmarknaden och Riksgäldskontorets marknads­vård står sig väl i en internationell jämförelse med motsvarigheter i andra europeiska länder. Även marknadsaktörerna ger Riksgäldskontorets marknads­vård gott betyg. Den svenska statspappersmarknaden anses ha hög likviditet relativt sin storlek. Den goda likviditeten beror på fler fak­torer än Riksgäldskontorets insatser, men systemet med benchmarklån, återförsäljare och väl utbyggda repofaciliteter är viktiga delar.

Skälen för regeringens bedömning: Som dominerande emittent på den svenska marknaden är det viktigt att Riksgäldskontoret agerar lång­iktigt och förutsägbart. Upplåningsstrategin skall vara känd på markna­den, vilket uppnås genom att emissions­scheman annonseras i förväg och att obligationsupplåningen koncentreras till ett antal s.k. benchmarklån. På så sätt ökar förutsättningarna för hög likviditet och låg refinansie­ringsrisk i upplåningen.

I maj 2001 startade en elektronisk handelsplats för interbankhandel i obligationer. Efter hand har denna marknadsplats kommit att omfatta handel i två-, fem-, och tioåriga obligationer. Eftersom stora volymer tidigare emitterats i det tvååriga obligationslånet har Riksgäldskontoret valt att under 2002 framför allt emittera i fem- och tioårssegmentet. To­totalt emitterades drygt 80 procent av den totala auktionsvolymen på 50 miljarder kronor in i fem- och tioårsobligationerna. Dessa handlades under 2002 till en ränta som låg ca 1 räntepunkt lägre än ett teoretiskt värde, härlett från räntorna på övriga lån. Det är mindre än under 2001 då skillnaden var ca 2 respektive 5 räntepunkter. Systemet för elektronisk handel av statspapper bedöms ha infriat intentionerna att öka konkurren­sen och likviditeten på marknaden. Lånen prissätts med en premie. Trots att den över tiden har blivit lägre innebär emission av lån som handlas i det elektroniska handelssystemet sannolikt en viss besparing för staten.

Under hösten 2002 öppnade Riksgäldskontoret auktionerna av stats­papper även för mindre placerare. Projektet kallas ”Statspapper för alla”. I ett första steg har placerarna getts tillträde till auktionerna av nominella statsobligationer. Under 2003 kommer verksamheten att utökas och även omfatta auktioner av statsskuldväxlar och realobligationer. Genom att Riksgäldskontoret öppnat auktionerna av statspapper även för mindre placerare har man fått en möjlighet att nå nya investerarkategorier; pri­vatpersoner, mindre företag och organisationer. Intresset hos placerarna har inledningsvis varit litet, men kommer förhoppningsvis att öka i takt med att sparformen blir mera känd samt genom att verksamheten utökas med kortare och reala placeringar.

Regeringen anser att de mål som satts upp för marknads- och skuld­vården är rimliga och med bäring på att pressa de absoluta lånekostna­derna för statsskulden. Regeringen konstaterar även att den svenska statspappersmarknaden och Riksgäldskontorets marknads­vård står sig väl i en jämförelse med motsvarigheter i andra europeiska länder.

4.5 Statsskuldens förfalloprofil

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har uppnått målet om en utspridd förfalloprofil för statsskulden.

Bakgrund: Regeringens riktlinjer om statsskuldens förfalloprofil 2002 gäller hela skulden; nominell- och real kronskuld samt valutaskuld, dock inte derivat. Låneplaneringen och skuldförvaltningen skall inriktas så att inte mer än 25 procent av skulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna. Det är en förändring jämfört med riktlinjerna 2001 då det även fanns ett absolut tak för andelen förfall under en tolv månadersperiod på 30 procent. Förändringen genomfördes eftersom taket innebar att Riksgäldskontoret skulle kunna tvingas vidta kostsamma åtgärder vid kortsiktiga svängningar i förfalloprofilen. I övrigt skall Riksgäldskontoret eftersträva en utspridd förfalloprofil i statsskulden.

Andelen lån med förfall inom tolv månader har under 2002 genomgående varit något större än 25 procent, i genomsnitt 27 procent. Förklaringen till detta är i stort sett densamma som till den i förhållande till riktvärdet korta durationen. Statsskuldväxelstocken har varit stor i förhållande till obligationsstocken.

Diagram 4.4: Andel skuld i procent som förföll inom tolv månader 2002.

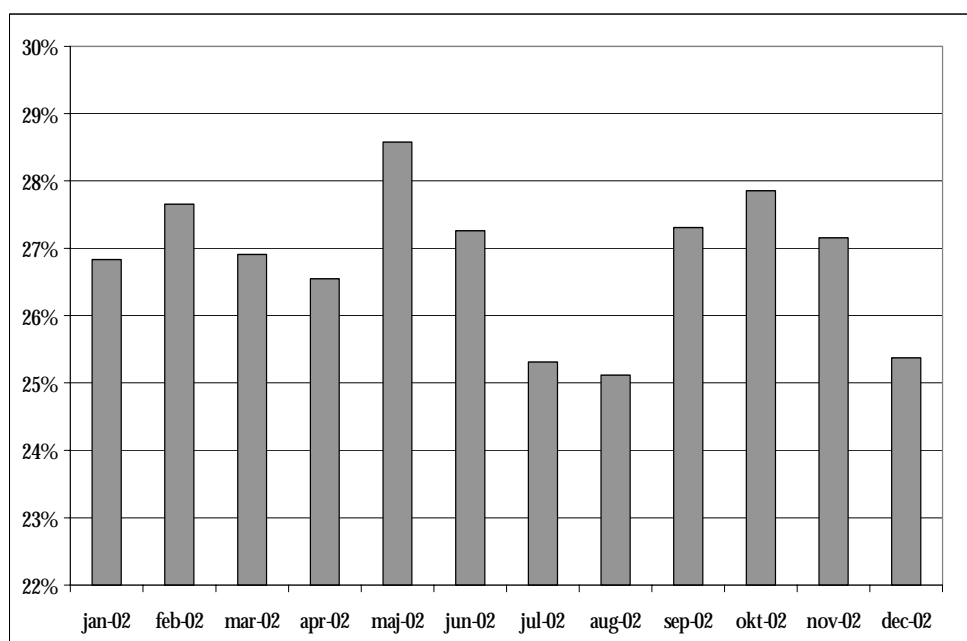
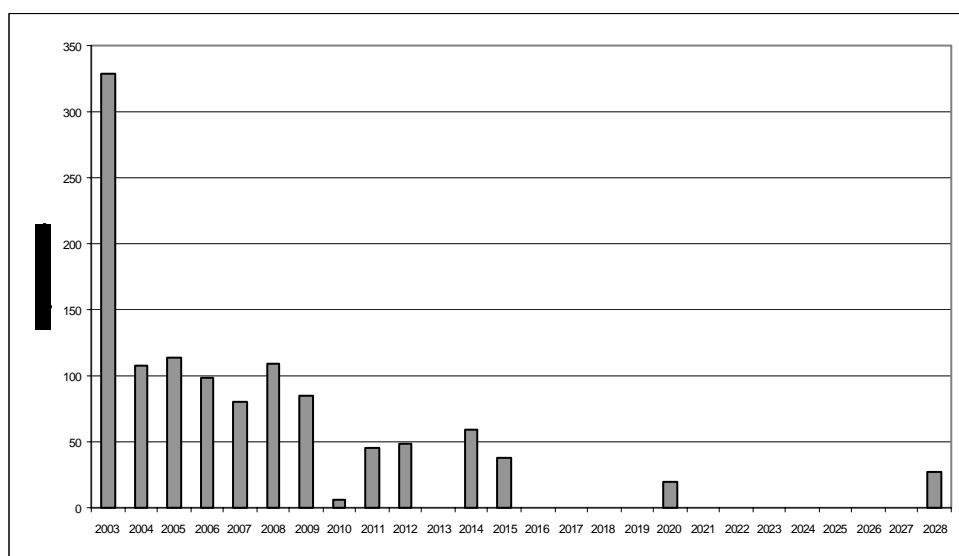


Diagram 4.5: Förfalloprofil för den samlade statsskulden den 31 december 2002.

Skr. 2002/03:104



Skälen för regeringens bedömning: Att minska risken för att stora volymer måste refinansieras vid en tidpunkt då ränteläget är ofördelaktigt är en naturlig del i Riksgäldskontorets skuldförvaltning. Andelen lån med förfall inom tolv månader var under 2002 genomgående större än riktvärdet på 25 procent. För enstaka månader kan man dock finna förklaringar i Riksgäldskontorets likviditetshantering. Den höga andelen i maj 2002 berodde exempelvis på att ett lån med kort återstående löptid byttes in mot statsskuldväxlar. Dessutom har kortsiktiga och säsongmässiga variationer i lånebehovet påverkat förfalloprofilen.

Regeringen kan dock konstatera att andelen lån med förfall inom tolv månader under varje enskild månad 2002 varit större än riktvärdet på 25 procent. Detta kan inte enbart förklaras av Riksgäldskontorets likviditetshantering eller oväntat stort lånebehov i slutet av året. Förklaringen bedöms i stort sett vara densamma som till den i förhållande till riktvärdet korta durationen. Emissionsvolymerna ökades under året försiktigt och stegvis för att möta ett större prognostiserat lånebehov och för att förlänga en alltför kort duration. Effekterna både på duration och andelen lån med förfall inom tolv månader är emellertid tröga vilket innebar att andelen lån med förfall inom tolv månader förblev större än riktvärdet på 25 procent under hela året.

Trots att andelen lån som förföll inom de närmaste tolv månaderna under 2002 låg något över 25 procent anser regeringen att målet är uppnått. Uppmaningen till Riksgäldskontoret att framöver undvika att under längre perioder ha en duration som ligger under riktvärdet gäller emellertid även Riksgäldskontorets styrning av förfalloprofilen.

5 Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut

Skr. 2002/03:104

5.1 Lån i utländsk valuta

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta jämfört med de alternativa låneformer som står till buds. Målet för den operativa förvaltningen av valutaskulden kan dock, trots ett positivt resultat under 2002, inte sägas vara uppfyllt.

Bakgrund

Upplåning av utländsk valuta

Till följd av svag kronkurs valde Riksgäldskontoret att inte amortera på valutaskulden under 2002 annat än marginellt för att undvika risken att hamna utanför det tillåtna intervallet för avvikelser från regeringens riktvärde. Det innebär att upplåningen i stort sett blev lika stor som omfattningen av förfallande lån. Sammantaget lånade Riksgäldskontoret ca 52 miljarder kronor brutto i utländsk valuta.

Tabell 5.1: Volymer för de olika upplåningsinstrumenten 1998–2002 (miljarder kronor).

	1998	1999	2000	2001	2002
Förfall av publika lån och private placements	64,4	64,7	59,3	28,2	35,4
Förfall valutaswappar	-	-	-	9,2	18,1
Realiserade valutadiff.	10,4	-6,2	-6,2	12,3	6,7
Övrigt	-1,9	1,4	-1,6	4,6	-7,4
Summa refinansiering	72,9	59,9	51,5	54,3	52,8
Publika lån och private placements	36,1	22,3	-	-	33,1
Kron-/valutaswappar	30,7	40,0	24,4	35,0	21,2
Statsskuldväxlar i utländsk valuta ¹	-20,3	-25,7	-	4,2	-3,3
Summa upplåning	46,5	36,5	24,4	39,2	51,0
Nettoupplåning	-26,4	-23,3	-27,1	-15,1	-1,8

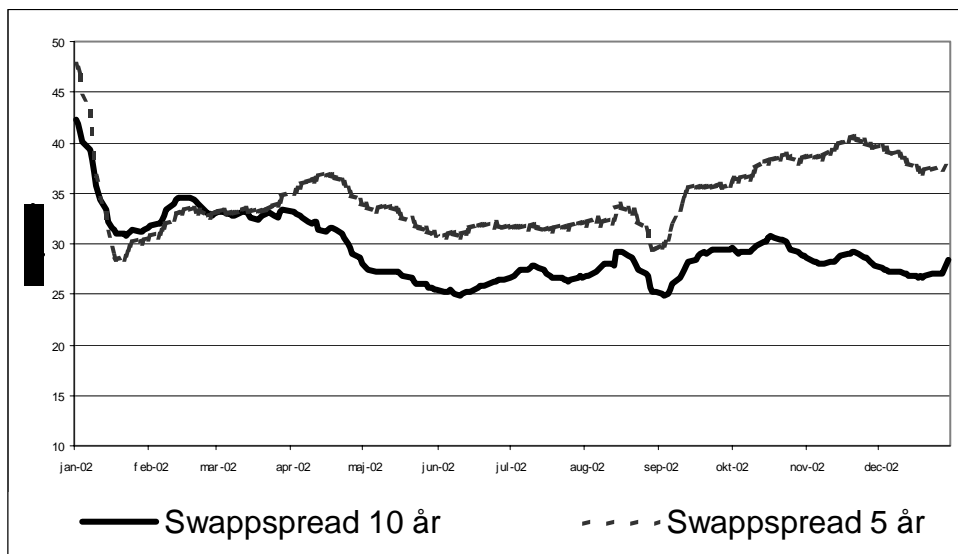
Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Upplåningen via statsskuldväxlar i utländsk valuta avser nettoupplåning, övriga poster avser bruttoupplåning.

Upplåningen gjordes främst i kronor och i dollar. Via swappavtal omvandlades dessa lån till önskad exponering i olika valutor som anges av riktmärket för valutafördelningen av valutaskulden. Upplåningskostnaderna har kontinuerligt minskat under utvärderingsperioden genom att valutaupplåningen i allt större utsträckning skett genom skuldbytesavtal.

Under året minskade swappspreaderna, dvs. skillnaden mellan swappräntan och statsobligationsräntan, successivt i alla löptider. Utvecklingen i den svenska swappmarknaden var helt i linje med den internationella.

Diagram 5.1: Utveckling av den fem- och tioåriga swappspreaden (baspunkter). Skr. 2002/03:104



De besparingar som uppnås via skuldbytesavtal påverkar den faktiska skulden och riktmarksportföljen för valutaskulden i samma omfattning. Dessa besparingar avspeglas därför inte i resultatet i den operativa förvaltningen gentemot valutariktmarktet. Nyupplåningen i utländsk valuta måste därmed utvärderas på annat sätt. Tidigare år har jämförelser av kostnader för olika upplåningsstrategier i termer av USD Libor-ränta⁷ tillämpats. På så vis kan exempelvis direkt upplåning i utländsk valuta jämföras med den upplåning som sker via skuldbytesavtal.

Tabell 5.2: Upplåningskostnader för olika upplåningsformer 1998–2002 (baspunkter under USD Libor).

	1998	1999	2000	2001	2002
Publika lån	-6,7	-3,0	-	-	-19,8
Kron-/valutaswappar	-52,3	-60,0	-66,6	-47,0	-26,6
Private placements	-23,5	-24,8	-	-	-
Statsskuldväxlar i utländsk valuta	-17,5	-18,8	-	-	-
Genomsnittlig kostnad¹	-27,9	-39,6	-66,6	-47,0	-22,5

Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Genomsnittlig kostnad exklusive commercial paper.

De minskade swappspreadarna innebar att den klara kostnadsfördel som skuldbytesavtalen tidigare gett minskade kraftigt. Under 2002 låg upplåningskostnaden för skuldbytesavtalen 26 baspunkter under USD-Libor, en avsevärd försämring jämfört med de närmast föregående åren.

Efter sommaren hade swappspreadarna minskat till en nivå där Riksgäldskontoret beslutade att dra ned omfattningen av ränteswappar under 2002 från tidigare planerade 35 miljarder kronor till ca 25 miljarder kronor. I praktiken innebar neddragningen av swappaktiviteten att kontoret

⁷ USD Libor är en jämförelsestandard. Räntor i olika valutaslag och löptider transformeras till samma valuta (USD) och löptid (6 månader) vilket möjliggör jämförelser mellan räntor på rättvisande grunder.

upphörde med swaptransaktioner till förmån för direkt valutaupplåning från och med september 2002.

Upplåning i utländsk valuta brukar (förutom att kronlån swappas till utländsk valuta) delas in i kapitalmarknadsupplåning och kortfristig upplåning i certifikat. Växelupplåningen sker på löptider upp till högst ett år. Riksgäldskontoret lånade för första gången sedan 1999 direkt i utländsk valuta, främst i dollar. Upplåningen i utländsk valuta inleddes via det europeiska certifikatprogrammet. Totalt emitterades motsvarande 6,7 miljarder kronor till en genomsnittlig löptid av 4 månader. Upplåningskostnaden för denna kortfristiga upplåning uppgick till i genomsnitt 12 baspunkter under USD-Libor. I takt med förbättrade lånevillkor i kapitalmarknaden ersattes successivt växelupplåningen med långfristig kapitalmarknadsupplåning.

Villkoren på den internationella kapitalmarknaden förbättrades successivt för högt kreditvärdiga låntagare som den svenska staten. Sveriges kreditbetyg för upplåning i utländsk valuta höjdes i maj av Moody's från Aa1 till den högsta nivån Aaa. Uppgraderingen bidrog till stark efterfrågan och gynnsamma lånevillkor i emissionerna. Den rörliga kostnaden för kapitalmarknadsupplåning med löptid längre än ett år uppgick till 18–21 baspunkter under USD-Libor på de större lånebeloppen och 17–31 för de mindre lånen.

Riksgäldskontoret fick en utmärkelse av *International Financing Review* för bästa internationella eurodollarlån under 2002.

Skuldbytesavtal (kron/valutaswappar)

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 visat sig billigare än direkt upplåning i utländsk valuta.

Denna form av valutaupplåning kan sägas bestå av två delar. Den ena delen innebär att upplåning i kronor genom ordinarie obligationsemissioner genomförs, dvs. Riksgäldskontoret får en skuld i kronor där kontoret betalar en lång statspappersränta. I nästa steg gör kontoret en ränteswapp, som innebär att kontoret mottar betalningar kopplade till en lång swappränta och i gengäld betalar rörlig swappränta. Eftersom den långa swappräntan regelmässigt är högre än statspappersräntan gör kontoret här en besparing. Denna skillnad benämns swappspread. Det tredje steget innebär att en kron/valutaswapp genomförs. I kron/valutaswappen får kontoret en tillgång i kronor – som är lika stor som den skuld i kronor som uppstod genom obligationen – och en skuld i utländsk valuta. Skulden i kronor har därmed omvandlats till en skuld i utländsk valuta.

Genom att swaptransaktionerna genomförs med banker uppstår en kreditrisk. För att hantera denna risk har kontoret under året fortsatt att ingå s.k. CSA-avtal (Credit Support Annex). Avtalen innebär att motparten överför säkerheter i form av kontanter eller värdepapper när marknadsvärdet på swappen ändras. Genom avtalen kan Riksgäldskontorets riskexponeringen mot en motpart i stort sett helt reduceras. CSA-avtalen har varit en förutsättning för att kunna genomföra och öka omfattningen av kron/valutaswappar utan att kreditrisken samtidigt ökar.

Riksgäldskontoret har möjlighet att inom av styrelsen väl definierade ramar bedriva en aktiv förvaltning av en del av skulden i utländsk valuta. 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 valutautveckling.

Riksgäldskontoret operativa förvaltning av valutaskulden gav för 2002 för första gången sedan 1998 ett positivt resultat, 392 miljoner kronor. Jämfört med 2001 är det en förbättring med 470 miljoner kronor.

Det positiva resultatet kommer uteslutande från valutapositioner, 470 miljoner kronor. Riksgäldskontoret har positionerat sig för en starkare eurokurs, framför allt mot dollar, schweizerfranc och yen. Huvuddelen av vinsten kommer från euro/dollar-positionen. Då bör man ändå notera att Riksgäldskontoret i den aktiva förvaltningen under året inte tagit dollarpositioner i den omfattning som man normalt gör. Den försiktiga dollarpositioneringen har varit en följd av styrelsens beslutade långsiktiga strategiska dollarposition. Riksgäldskontoret har även kunnat dra nytta av den norska kronans starka utveckling under året.

Räntepositionerna gav ett svagt negativt resultat, -78 miljoner kronor. Positionerna har baserats på tron att de europeiska räntorna skall falla och att räntorna i USA åter skall komma upp på en nivå som ligger över de europeiska. Den första delen av strategin har varit framgångsrik medan den andra delen gav ett negativt resultat.

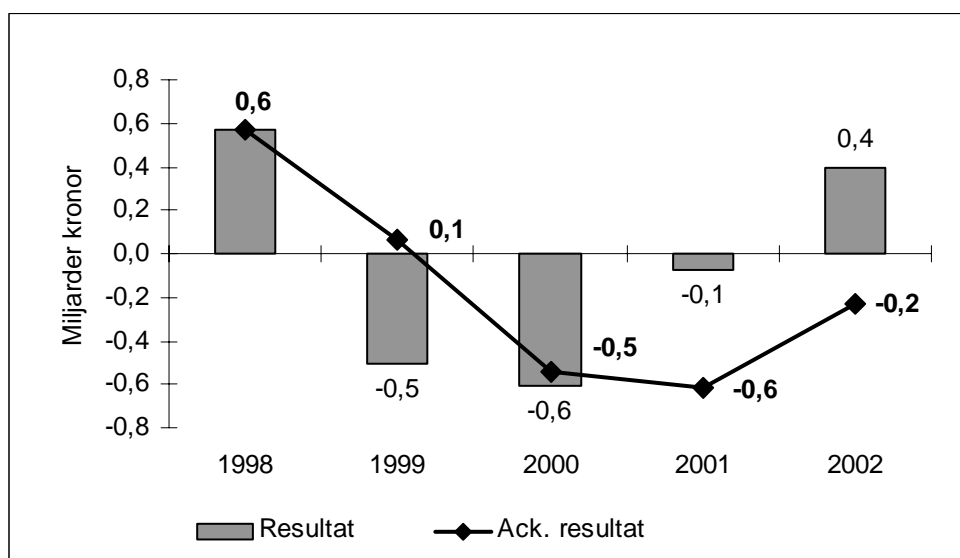
Tabell 5.3: Resultat av förvaltningen av skulden i utländsk valuta i förhållande till riktmärket 1998–2002 (miljoner kronor).

	1998	1999	2000	2001	2002	Hela perioden
Räntepositioner	611	65	110	83	-78	791
Valutapositioner	-41	-571	-714	-161	470	-1 017
Totalt resultat	570	-506	-604	-78	392	-226

Källa: Riksgäldskontoret.

Sammantaget uppgick resultatet i den operativa valutaförvaltningen till -0,2 miljarder kronor för 1998–2002. Sett över hela utvärderingsperioden har räntepositionerna genererat ett positivt resultat medan valutapositionerna har gett upphov till ett negativt resultat.

Diagram 5.2: Resultatet av förvaltningen av skulden i utländsk valuta i förhållande till riktmärket budgetåren 1998–2002 (miljarder kronor). Skr. 2002/03:104



Riksgäldskontorets resultat i förhållande till extern förvaltning

I syfte att sprida riskerna i förvaltningen samt för att få ytterligare referenspunkter för en bedömning av måluppfyllelsen i den aktiva förvaltningen av valutaskulden anlitar Riksgäldskontoret sedan 1992/93 externa förvaltare. Under 2002 var de externa förvaltare fem till antalet; Pimco Asset Management, State Street Global Advisors, ABN Amro, Fischer Francis Trees and Watts samt Credit Suisse Asset Management. Förvaltning sker under i stort sett samma regelverk som Riksgäldskontorets egen operativa förvaltningen och de förvaltare en sammanlagd referensportfölj på ca 30 miljarder kronor. I likhet med Riksgäldskontoret visade samtliga externa förvaltare upp ett positivt resultat på valutasi- dan, medan resultaten på räntesidan varierade. De positiva valutaresultaten kommer främst från positionstagande i en euroförstärkning mot dol- larn. De externa förvaltare som varit positionerade för fallande räntor under större delen av året har också klarat sig bra.

Tabell 5.4: Riksgäldskontorets resultat och risktagande i förhållande till anlitade externa förvaltare under perioden 1998–2002.

		1998	1999	2000	2001	2002	Hela perioden
Resultat i procent av förvaltad belopp	RGK	0,12%	-0,12%	-0,16%	-0,02%	0,11%	-0,07%
	Ext. förv. ¹	-0,16%	-0,33%	0,17%	-0,12%	0,14%	-0,30%
Risk ²	RGK	0,28%	0,10%	0,28%	0,12%	0,11%	0,18%
	Ext. förv. ¹	0,43%	0,22%	0,23%	0,21%	0,24%	0,27%

Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Avser genomsnittet av samtliga förvaltare.

² Anger hur mycket kostnaden varierat (årlig standardavvikelse skattad med månadsdata).

Genom att jämföra Riksgäldskontorets och de externa förvaltarnas resultat kan man få ytterligare information om måluppfyllelse i förvaltningen av valutaskulden. Riksgäldskontoret har för utvärderingsperioden i genomsnitt presterat ett bättre resultat än de externa förvaltarna, -0,07 procent respektive -0,30 procent av förvalttad skuld.

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 risktagande i genomsnitt varit lägre än de externa förvaltarnas, men att Riksgäldskontoret ändå uppnått ett bättre resultat.

Riksgäldskontoret tillämpar tekniker för riskhantering av valutaskulden som i princip är desamma som för andra finansiella aktörer. Fastställda limiter reglerar hur stora positioner som Riksgäldskontoret får ta i valuta- respektive ränterisk relativt valutaskuldens riktmärken. Utöver dessa limiter beräknas marknadsrisken löpande med s.k. Value at Risk (VaR)⁸. Riksgäldskontorets styrelse har beslutat att VaR skall vara den huvudsakliga tekniken för att styra och följa upp marknadsrisken i den aktiva skuldförvaltningen. I genomsnitt uppgick VaR för den aktiva valutaskuldförvaltningen till 47 miljoner kronor per dag under 2002. Detta är något lägre än motsvarande siffra för 2001, 60 miljoner kronor per dag.

Den operativa förvaltningen av valutaskulden

Valutafördelningen och nivån på ränterisken i skulden i utländsk valuta 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 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 valutapositioner i riktmärket för valutaskulden (se avsnitt 4.3) 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.

⁸ Value at Risk (VaR) är, något förenklat, ett statistiskt mått på den största förlust man kan drabbas av med en viss given sannolikhet. För Riksgäldskontorets aktiva förvaltning har en gräns satts som innebär, något förenklat, att med 95 procents sannolikhet blir den största marknadsvärdesförlusten på en dags sikt 220 miljoner kronor.

Regeringens riktlinjebeslut för 2002 gör det möjligt för Riksgäldskontoret att fr.o.m. juli 2002 växla valuta direkt på marknaden i stället för med Riksbanken. Som motiv för att Riksgäldskontoret gavs möjlighet att växla direkt med andra motparter än Riksbanken angavs att det tidigare systemet inte var anpassat för att aktivt hantera amorteringarna av valutaskulden.

De underliggande betalningarna från valutaupplåning, förfall, och räntebetalningar m.m. var ojämnt fördelade över året. Detta gäller särskilt förfallande valutalån som var koncentrerade till juni, augusti och december. De sammantagna utflödena under 2002 varierade mellan ca 2 och 20 miljarder kronor under enskilda månader. I riktlinjebeslutet fastställdes att nettoväxlingarna skall vara jämnt fördelade över tiden. Det är normalt inte vare sig lämpligt eller möjligt att matcha ett förfallande lån genom att ta upp ett lika stort nytt lån samma dag. Riksgäldskontoret använder i stället avista- och terminsmarknaden för att uppnå jämnt fördelade nettoväxlingar över tiden. Antingen köps utländsk valuta i förväg på termin eller så köps utländsk valuta avista vid förfall samtidigt som valutans säljs på termin. Med båda teknikerna uppnås en jämn fördelning av nettoväxlingarna vilket innebär att Riksgäldskontoret undviker stor valutaexponering enskilda månader.

Syftet med att fördela växlingarna jämnt över tiden är att minska risken för att växelkursen är oförmånlig vid betalningstillfället. För att inte skapa onödiga transaktionskostnader krävs en viss flexibilitet i växlingarna. Riksgäldskontoret har definierat en resultatmässigt neutral nettoväxlingsbana. Runt denna bana har styrelsen fastställt ett intervall på ± 500 miljoner kronor per månad. Så länge växlingarna ligger innanför intervallet är resultatet definitionsmässigt noll. Valutamandatet i den operativa förvaltningen har begränsats till ± 400 miljoner kronor.

Under 2002 amorterades i princip ingenting på valutaskulden. De lån som förföll täcktes av olika typer av valutaupplåning. Nettoflödena under året blev därmed lika med räntebetalningarna, vilka beräknades till ca 20 miljarder kronor eller ca 1,6 miljarder per månad.

Skälen för regeringens bedömning

Valutaupplåningen

Regeringens bedömning är att kontoret bedrivit en kostnadseffektiv upplåning bland de 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. Riksgäldskontorets beslut att ta upp lån direkt på kapitalmarknaden har därmed sannolikt medfört en kostnadsbesparing.

Enligt målet för den operativa förvaltningen av valutaskulden skall Riksgäldskontoret under en femårsperiod uppnå lägre kostnader i den faktiska skulden relativt kostnaden för den fastställda riktmärkesportföljen. Resultatet för 2002 blev 0,4 miljarder kronor och för perioden 1998–2002 uppgick resultatet till -0,2 miljarder kronor. Förvaltningen av valutaskulden har därmed inte uppfyllt det uppställda kvantitativa målet.

Med tanke på att den aktiva förvaltningen mot valutariktmärket ger ett relativt entydigt mått på Riksgäldskontorets prestationer och att resultatet för utvärderingsperioden utfallit negativt kan förvaltningen knappast betraktas som framgångsrik. Förlusten på 0,2 miljarder kronor är dock relativt begränsad och uppgår till mindre än 0,1 procent av genomsnittlig förvaltningsvalutaskuld under 1998–2002. Det måste vidare understrykas att det är orimligt att tänka sig att en aktiv förvaltning som ska ha en chans att ge ett överskott, inte under vissa perioder även kan komma att uppvisa förluster.

Regeringen konstaterar att Riksgäldskontoret lyckats bättre med att förvalta valutaskulden än jämförbara externa förvaltare och detta utan ett större risktagande.

I tidigare utvärderingar har regeringen kunnat konstatera att Riksgäldskontoret varit generellt sett bättre på att förutse ränteutvecklingen på olika marknader än att hantera fluktuationer i de positioner som placerats i valuta. Regeringen anser det därför vara tillfredsställande att resultatet för 2002 visar att Riksgäldskontorets valutapositionering varit framgångsrik.

Sammantaget föranleder resultaten i den aktiva förvaltningen av valutaskulden inte någon kritik eller åtgärd från regeringen.

Operativ hantering av valutaväxlingar

Regeringen bedömer att Riksgäldskontorets övertagande av valutaväxlingarna, som innebär att Riksgäldskontoret numer har ansvaret för alla delar av hanteringen av statsskulden, fungerade väl. Utvärderingsperioden är dock alltför kort, endast sex månader, för att göra en kvantitativ utvärdering eller dra några långtgående slutsatser om hur de ändrade rutinerna för växlingarna påverkat kostnaderna för statsskulden. Regeringen bedömer dock att förändringen har inneburit ökade förutsättningar för att uppnå målet för statsskuldshanteringen och bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.

5.2 Reala lån i svenska kronor

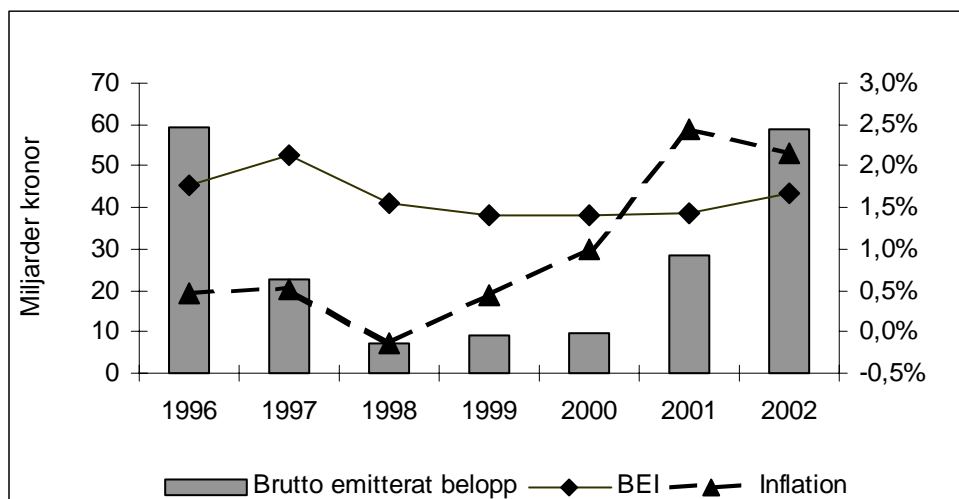
<p>Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har uppnått det kvantitativa målet för realupplåningen i svenska kronor. De auktioner som genomfördes under 2002 skedde på för Riksgäldskontoret relativt fördelaktiga räntenivåer.</p>
--

Bakgrund: Riksgäldskontoret har sedan 1994 emitterat realobligationer. Inledningsvis var emissionerna inte speciellt stora men växte sedan kraf-

tigt; 1996 emitterades nästan 60 miljarder kronor i realobligationer. De följande åren infann sig en viss måttnad och emissionsvolymerna blev därför betydligt mindre. Den kanske viktigaste orsaken till nedgången i efterfrågan på realobligationer under senare år har varit att både den faktiska inflationstakten och inflationsförväntningarna varit förhållandevis låga och stabila.

Efterfrågan på realobligationer ökade kraftigt under 2002 vilket har avspeglats i höga teckningskvoter och i för staten fördelaktiga räntenivåer vid emissionerna. Det ökade intresset beror bl.a. på nedgången på aktiemarknaden. Ett flertal förvaltare viktade om sina tillgångsportföljer mot en ökad andel ränteprodukter, vilket innebar ett ökat intresse för realobligationer. Det ökade intresset märktes inte minst i ökad omsättning på andrahandsmarknaden, men även i ökade budvolymerna i Riksgäldskontorets emissioner i primärmarknaden.

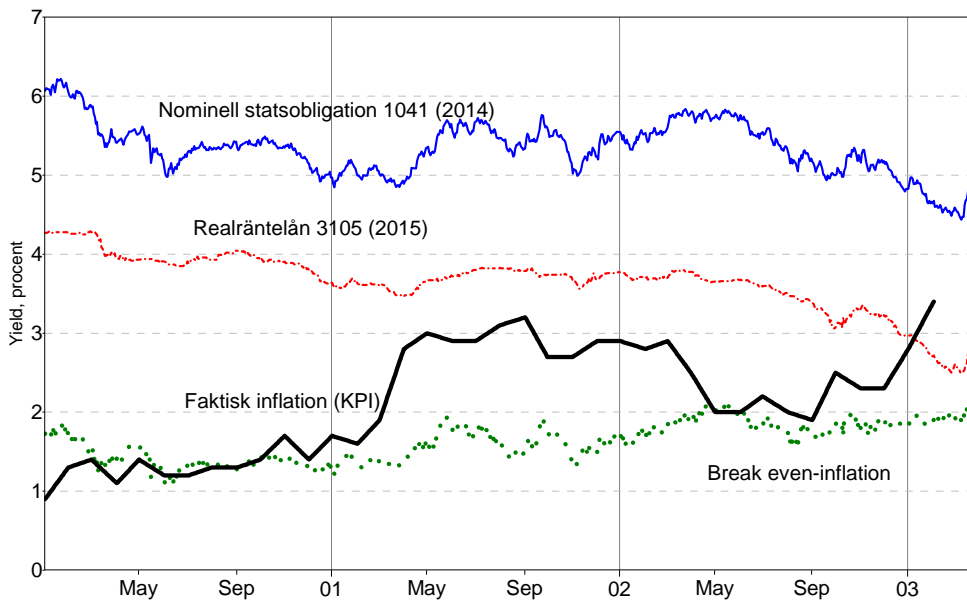
Diagram 5.3: Volym brutto sålda realobligationer, break even-inflation (vägt genomsnitt) och utfall av årlig inflation (miljarder kronor och procent).



Not: Emmitterat belopp avser vad som brutto sålts vid emissioner och i bytesfacilitet. Nyemissionerna uppgick till 23,5 miljarder kronor under 2002.

Under 2002 varierade auktionsvolymerna mellan 0,5 och 4,5 miljarder kronor per auktion. Totalt emitterade Riksgäldskontoret realränteb obligationer till ett värde av 59 miljarder kronor. Samtidigt bytte Riksgäldskontoret in och återköpte realobligationer till ett värde av 18,2 miljarder kronor. Nettoemissionerna för 2002 uppgick därmed till 40,8 miljarder kronor. Därav är 31,7 miljarder hänförliga till omvandlingen av Kärnavfallsfondens och Premi pensionsmyndighetens kontofordringar till statspapper.

Diagram 5.4: Nominell statsobligation nr. 1041, realräntelån nr. 3105, Skr. 2002/03:104
beräknad break even-inflation och inflation (KPI) under 2000–2003.



Den totala utestående stocken av realobligationer ökade från 94,2 till 135,1 miljarder kronor under 2002. Andelen realobligationer i statskulden ökade från 8,1 procent 2001 till 11,6 procent 2002. Detta är i enlighet med regeringens riktlinjer att andelen realskuld långsiktigt bör öka.

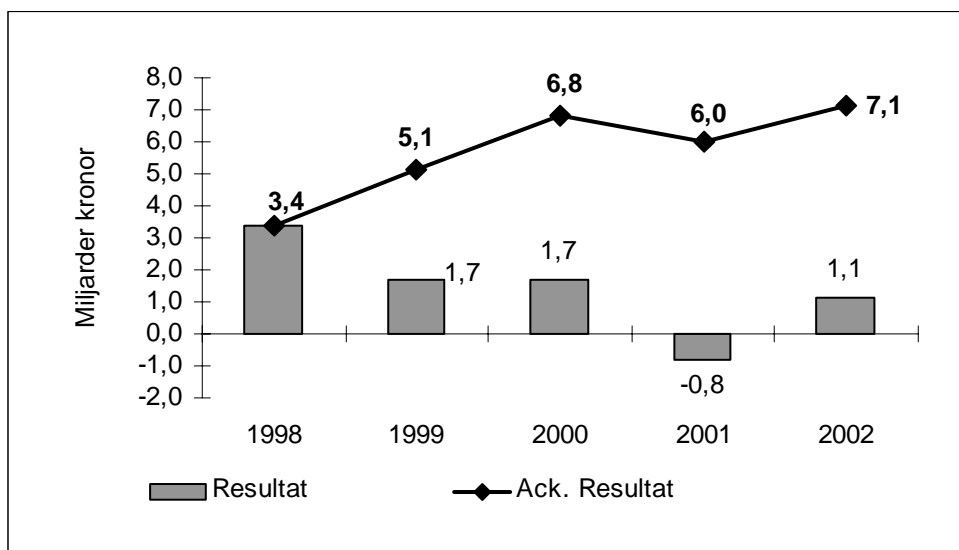
Den ökade efterfrågan har avspeglats i höga teckningskvoter och för Riksgäldskontoret fördelaktiga räntenivåer i auktionerna. Realräntan föll och break even-inflationen etablerades i nivå med inflationsförväntningar och Riksbankens inflationsmål. Realobligationerna emitterades på break even-nivåer mellan 1,7 och 2,1 procent, med ett genomsnitt på 1,9 procent.

Indikativt resultat och break even-inflation

Det indikativa resultatet för realupplåningen, vilket beräknas som kostnadsskillnaden mellan upplåning i nominella och reala obligationer, uppgick till 1,1 miljarder kronor för 2002. Det ackumulerade resultatet för den senaste femårsperioden uppgick till 7,1 miljarder kronor. Eftersom en stor del av realemissionerna skedde under 1996 kan det vara intressant att följa det ackumulerade resultatet sedan starten. Den samlade kostnadsbesparingen från det att verksamheten inleddes uppgår till 8,8 miljarder kronor.

Det positiva resultatet under 2002 beror på att inflationstakten sjönk under året, från strax under 3 procent till ca 2,5 procent. En ansenlig del av det ackumulerade resultatet beror på låga inflationsutfall under tidigare år. Det slutliga resultatet beror dock på hur inflationen utvecklas under respektive låns löptid. Det ackumulerade resultatet kan således både förbättras och försämrats beroende på inflationsutvecklingen framöver.

Diagram 5.5: Indikativt resultat för upplåningen i realobligationer fördelat per år och ackumulerat för åren 1998–2002 (miljarder kronor).



Indikativt resultat för realobligationer och break even-inflation

Det indikativa resultatet för upplåningen i realobligationer 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 föreligger 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.

Marknadsvård på realobligationsmarknaden

Riksgäldskontoret genomförde under 2002 flera aktiviteter i marknadsvårdande syfte. Bland annat genomfördes två uppköp av ett lån med kort återstående löptid. Uppköpen var ett led i Riksgäldskontorets strävan att renodla den utestående stocken i syfte att skapa volym och likviditet i färre lån och med koncentration till kuponglånen. Därtill har Riksgäldskontoret genomfört ytterligare byten i syfte att bygga upp likviditeten i vissa lån.

För att främja likviditeten i realobligationsmarknaden ges återförsäljarna, utöver Riksgäldskontorets ordinarie auktionsverksamhet, möjlighet att löpande göra riskneutrala byten med Riksgäldskontoret. Detta är ett sätt att underlätta för återförsäljarna att få tag på obligationer som är svåra att köpa på andrahandsmarknaden. Omsättningen i den löpande bytesfaciliteten har minskat, vilket tyder på en viss mognad hos marknaden.

Skälen för regeringens bedömning: Realobligationer fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj då de ger möjlighet till ytterligare diversifiering av statsskuldens sammansättning och därmed till en minskad samlad risk i skulden. I regeringens riktlinjer för 2002 anges att andelen reallån i statsskulden långsiktigt skall öka. Ökningstakten skall vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk. Regeringen konstaterar att andelen realskuld ökat under 2002, från 8,1 till 11,6 procent.

Det ackumulerade indikativa resultatet i kostnadsjämförelsen mellan nominella och reala obligationer är fortfarande positivt och uppgår till 7,1 miljarder kronor för den senaste femårsperioden. Resultatet för 2002 var också positivt och uppgick till 1,1 miljarder kronor. Regeringen konstaterar att Riksgäldskontoret har uppnått det kvantitativa målet för upplåningen i reala lån i svenska kronor. De emissioner som genomfördes under 2002 skedde på relativt fördelaktiga räntenivåer.

Resultatet framöver är kopplat till utvecklingen i inflationen och till i vilken grad Riksbanken framdeles är framgångsrik i att uppnå inflationsmålet.

Den marknadsvård som Riksgäldskontoret bedrivit i realobligationsmarknaden bedöms ha bidragit positivt till marknadens funktionssätt. Med fortsatt ambition att öka realandelen i skulden är det viktigt att utveckla marknaden för reallån. Här är de marknadsvårdande insatser som Riksgäldskontoret och dess återförsäljare gjort viktiga, inte minst i den gemensamma strävan att öka investerarbasen. I och med att Riksgäldskontoret öppnat auktionerna för statspapper även för mindre placerare har möjligheterna att nå nya investerarkategorier förbättrats. Tanken är att verksamheten kommer att utökas och att även omfatta auktioner av realobligationer. Regeringen följer med intresse denna utveckling.

Vid halvårsskiftet 2002 genomfördes en överföring av vissa myndigheters kontoplacerade medel i Riksgäldskontoret till placering direkt på marknaden. Överföringen omfattade närmare 40 miljarder kronor i statsobligationer och en stor del utgjordes av realobligationer. Realobligationsstocken ökade till följd av överföringen med 32 miljarder kronor eller ca 30 procent. Regeringen konstaterar att de ändrade placeringsreglerna har inneburit förbättrad likviditet och ökat förutsättningarna för en väl fungerande realobligationsmarknad.

5.3 Nominella lån i svenska kronor

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i statsobligationer och statsskuldväxlar förefaller ha varit framgångsrik.

Bakgrund

Statens upplåning i svenska kronor sker främst i nominella statsobligationer och statsskuldväxlar. Den kvantitativa utvärderingen från tidigare år, där förändringar i skuldens marknadsvärde mäts mot en riktmärkesportfölj, har utgått sedan riktlinjebeslutet för 2001. Det innebär att utvärderingen av den nominella upplåningen i svenska kronor istället sker

primärt i kvalitativa termer utifrån den skuld- och marknadsvård som bedrivits. I möjligaste mån beräknas även påverkan på de absoluta kostnaderna. Styrningen av den nominella kronkulden sker såsom tidigare genom ett riktvärde för durationen och med hänsyn till förfalloprofilen. Vidare spelar marknadsvårdshänsyn väsentlig roll för kontorets upplåningsbeslut på den inhemska kronmarknaden.

Emissionsverksamheten

Riksgäldskontoret emitterade under 2002 nominella obligationer varannan vecka. Under januari till september uppgick emissionerna till 2 miljarder kronor per auktion. Från och med oktober ökades volymen till 3 miljarder kronor per auktion. Totalt uppgick utbudens emissionsvolym under 2002 till ca 50 miljarder kronor, en minskning med 13 miljarder jämfört med 2001. Orsaken till minskningen var att det blev något mindre förmånligt att göra kron/valutaswappar, vilket drog ned emissionsvolymen. Av den totala emitterade volymen i nominella statsobligationer swappades ca 45 procent till kort ränteexponering och därefter till valutaexponering via kron/valutaswappar. Den sammanlagda finansieringen i obligationer och utländsk valuta var dock större under 2002 än under 2001.

De emitterade lånen hade en genomsnittlig löptid på 7,4 år och en duration på 5,7 år. Motsvarande siffror för 2001 var 8,2 respektive 6,6 år.

Tabell 5.5: Emitterad volym i miljoner kronor och genomsnittlig emissionsränta per lån.

Lån	Förfalldatum	Emitterad volym	Genomsnittlig emissionsränta
1035	2005-02-09	5 999	4,11
1037	2007-08-15	21 993	4,99
1045	2011-03-15	2 000	5,32
1046	2012-10-08	19 998	5,36
Totalt		49 990	4,94

Källa: Riksgäldskontoret.

Samtliga obligationsemissioner under 2002 fulltecknades. Räntespridningen, dvs. skillnaden mellan högsta accepterade ränta och genomsnittlig emissionsränta, var betydligt lägre under första halvåret och något lägre under andra halvåret 2002 jämfört med tidigare år. Teckningskvoten, dvs. relationen mellan budvolym och utbudens volym, var högre än föregående år. Den relativt sett låga räntespridningen och den höga teckningskvoten under första halvåret berodde troligtvis på lägre auktionsvolym. Auktionsvolymerna ökades något under andra halvåret.

Tabell 5.6: Medelvärde för räntespridning och teckningskvot för nominella obligationer halvårsvis 1998–2002.

Skr. 2002/03:104

	1998		1999		2000		2001		2002	
	98:1	98:2	99:1	99:2	00:1	00:2	01:1	01:2	02:1	02:2
Räntespridning ¹	0,59	0,60	0,61	0,91	0,34	0,79	0,72	0,70	0,27	0,45
Teckningskvot ²	2,33	2,50	3,08	2,62	4,13	2,42	2,15	2,53	2,95	2,65

Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Skillnaden mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna.

² Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.

Statsskuldväxlar används bl.a. för att parera säsongsmässiga och andra tillfälliga variationer i lånebehovet. Totalt bjöds statsskuldväxlar för 337 miljarder kronor ut under 2002, drygt 42 miljarder mer än under 2001. Dessutom ökade den utestående volymen genom de byten från statsobligationer till statsskuldväxlar som genomfördes under året. Genomsnittlig emissionsränta var 4,21 procent, högre än under 2001 då räntan uppgick till 4,0 procent. Förhållandet mellan emitterad volym och utbjuden volym uppgick till 97,8 procent, bättre än 2001 då motsvarande siffra var 95,2 procent.

Under 2002 skars tilldelningen ned i endast en auktion, vilket kan jämföras med 2001 då fyra auktioner skars ned. Räntespridningen var mycket liten och teckningskvoten hög vilket indikerar att auktionerna har fungerat väl under året.

Tabell 5.7: Medelvärde för räntespridning i baspunkter och teckningskvot för statsskuldväxlar halvårsvis 1998–2002.

	1998		1999		2000		2001		2002	
	98:1	98:2	99:1	99:2	00:1	00:2	01:1	01:2	02:1	01:2
Räntespridning ¹	0,66	0,71	0,76	1,30	1,03	1,42	1,27	0,99	0,01	0,01
Teckningskvot ²	2,70	2,32	2,36	2,29	3,19	2,00	2,03	2,09	2,82	2,79

Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Skillnaden mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna.

² Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.

Operativ skuld- och marknadsvård

Riksgäldskontorets stående (operativa) skuld- och marknadsvårdande instrument omfattar främst byten mellan obligationer och statsskuldväxlar, byten mellan obligationslån samt marknadsvårdande repofaciliteter. Åtgärderna avses bidra till en mer transparent prisbild och en likvidare andrahandsmarknad för statspapper med minskade likviditetspremier.

Lån som närmar sig förfall fasas ut och lån som understiger ett år byts mot statsskuldväxlar. Därmed undviks likviditetsbrist i förfallande obli-

gationslån samtidigt som likviditeten på statsskuldväxelmärknaden förbättras. Dessutom minskar refinansieringsrisken genom att stora obligationsförfall fördelas på flera statsskuldväxellån. Dessa byten är inte förknäade med kostnader, eftersom återköpsräntor på obligationslånen sätts utifrån ett vägt genomsnitt för de emitterade växlarna.

Riksgäldskontoret har som policy att introducera ett nytt lån per år. Nya lån byggs snabbt upp genom att Riksgäldskontoret erbjuder inbyten av äldre illikvida lån. Efter det byggs stocken upp ytterligare via successiva emissioner. Vid dessa byten uppstår en transaktionskostnad för Riksgäldskontoret som motsvarar skillnaden mellan köp- och säljräntan. Denna kostnad skall vägas mot de lägre lånekostnader som en mer likvid statspappersmarknad ger upphov till. Kvantifiering är svårt, men erfarenheter från andra statspappersmarknader indikerar att vinsterna av ökad likviditet kan vara relativt stor.

Genom marknadsvårdande repofaciliteter, i vilka återförsäljarna får möjlighet att låna statspapper från Riksgäldskontoret, minskas risken för att bristsituationer i statspappersmarknaden uppstår. Under 2002 gjorde Riksgäldskontoret ca 489 miljarder kronor i marknadsvårdande repor, motsvarande ca 40 procent av volymen på repomarknaden. Motsvarande siffror för 2001 var 103 miljarder kronor och 16 procent. Ökningen beror dels på att Riksgäldskontoret haft färre dagar med lånebehov under 2002, dels på att det varit brist på statsskuldväxlar i marknaden under den senare delen av 2002. Eftersom repor sker till 15 räntepunkter under Riksbankens reporänta ger de en besparing för Riksgäldskontoret jämfört med finansiering i dagslånemarknaden där reporäntan är styrande.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets emissioner förefaller ha varit framgångsrika; fulltecknade, stora budvolymmer och små ränteskillnader i de accepterade buden.

Det är svårt att kvantitativt mäta effekterna på lånekostnaderna av den intensiva skuld- och marknadsvård som Riksgäldskontoret bedriver. Regeringen har även vid flera tillfällen uttryckt att utvärderingen främst skall ske i kvalitativa termer. I vissa fall kan schablonmässiga beräkningar bidra till att ge en uppfattning om storleksordningen av de besparingar som kan göras. Exempelvis ger varje baspunkt, vid antagande om att 50 miljarder kronor per år emitteras via det elektroniska handelssystemet, ca 5 miljoner kronor i besparing per år. Under 2002 emitterades just 50 miljarder kronor i det elektroniska systemet med en premie på ca 1 räntepunkt. För 2002 kan därmed besparingen i lägre emissionsräntor uppskattas till 5 miljoner kronor för de elektroniskt handlade lånen.

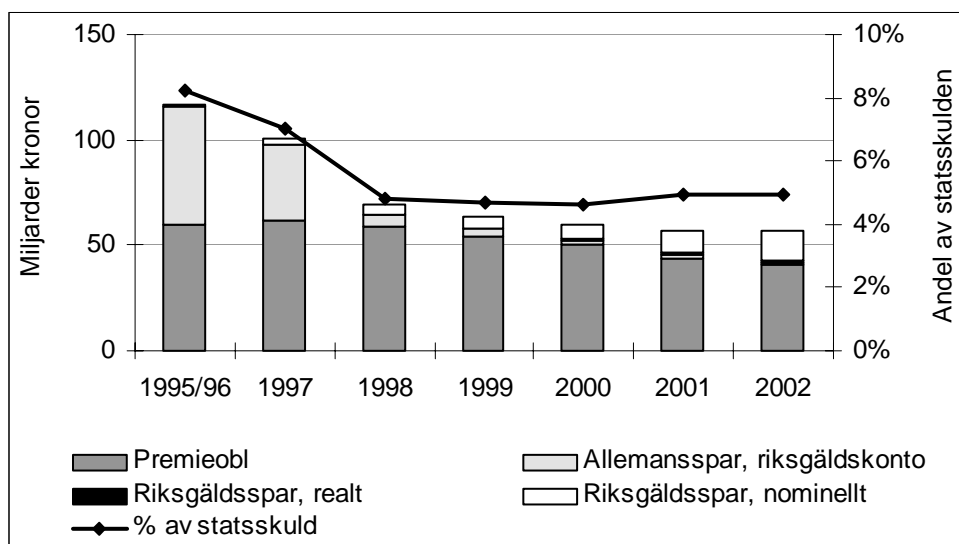
Regeringens slutsats, främst baserat på kvalitativa grunder, är att Riksgäldskontorets marknads- och skuldvard torde ha bidragit till en mer likvid och effektiv statspappersmarknad. Åtgärderna kan därmed sägas ha bidragit till långsiktigt lägre absoluta kostnader för statsskulden.

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har uppnått det kvantitativa målet för upplåningen från hushållen. Det är angeläget att Riksgäldsspar utvecklas till en attraktiv sparform, inte minst för att kunna uppnå målet om största möjliga kostnadsbesparing i förhållande till alternativa upplåningsformer på penning- och obligationsmarknaden.

Bakgrund: Generellt sett har hushållens sparande i räntebärande sparformer ökat jämfört med förra året. Den totala räntesparmarknaden⁹ uppgick till ca 709 miljarder kronor i september 2001 varav Riksgäldskontorets andel uppgick till ca 8,1 procent. Motsvarande siffror uppgick till ca 655 miljarder kronor respektive 8,2 procent vid samma tidpunkt 2000. Marknadsandelen har alltså varit förhållandevis konstant.

Riksgäldskontorets upplåning från hushållen har minskat kraftigt sedan mitten av 1990-talet, från 116 miljarder kronor budgetåret 1995/96 till ca 57 miljarder kronor 2002. Utvecklingen förklaras i huvudsak av minskade volymer i AllemansSpar (avskaffades i juni 1998) och till en del av att stora förfall av premieobligationer inte fullt ut vägts upp av nyemissioner. Hushållsupplåningens andel av statsskulden har också fallit från ca 8 procent till ca 5 procent under perioden. Under de senaste fem åren har dock andelen varit i stort sett konstant. Det beror på att sjunkande volymer hushållsupplåning sammanfallit med en minskad total statsskuld.

Diagram 5.6: Hushållsupplåningen fördelat på olika upplåningsinstrument och som andel av statsskulden vid slutet av respektive budgetår 1995/96–2002 (miljarder kronor och i procent).



Premieobligationerna utgör basen i Riksgäldskontorets upplåning från hushållen. Under 2002 emitterades två nya premieobligationslån. Sammanlagt uppnådde dessa lån en försäljningsvolym på 6 miljarder kronor. Samtidigt förföll premielån motsvarande 9,2 miljarder kronor. Därmed minskade den totala utestående premieobligationsstocken med 3,2 mil-

⁹ Definitionen av sparmarknaden omfattar samtliga räntebärande sparalternativ, dvs. inlåning på bankkonto, räntefonder och privatobligationer.

jarder kronor till knappt 41 miljarder kronor vid utgången av 2002. Riksgäldskontorets egen försäljning stod för ca 50 procent av total försäljning under året, en kraftig ökning jämfört med 40 procent 2001. Riksgäldskontorets försäljningsökning kan hänföras till att samtliga fysiska premielån nu förfallit och att kunderna därmed inte behöver gå till banken för att lösa in gamla premieobligationer. Det bör noteras att Riksgäldskontorets försäljning minskar kostnaderna jämfört med försäljning via återförsäljare, eftersom provisionskostnaderna minskar.

Den totala volymen i RiksgäldsSpar uppgick till 15,6 miljarder kronor vid utgången av 2002, en ökning med knappt 4 miljarder kronor jämfört med 2001. Uppgången förklaras i princip helt av ökningen i RiksgäldsSpar utan tidsgräns. Den utestående stocken i RiksgäldsSpar utan tidsgräns uppgick vid årsskiftet till 7,2 miljarder kronor. Det är en ökning med hela 76 procent på ett år.

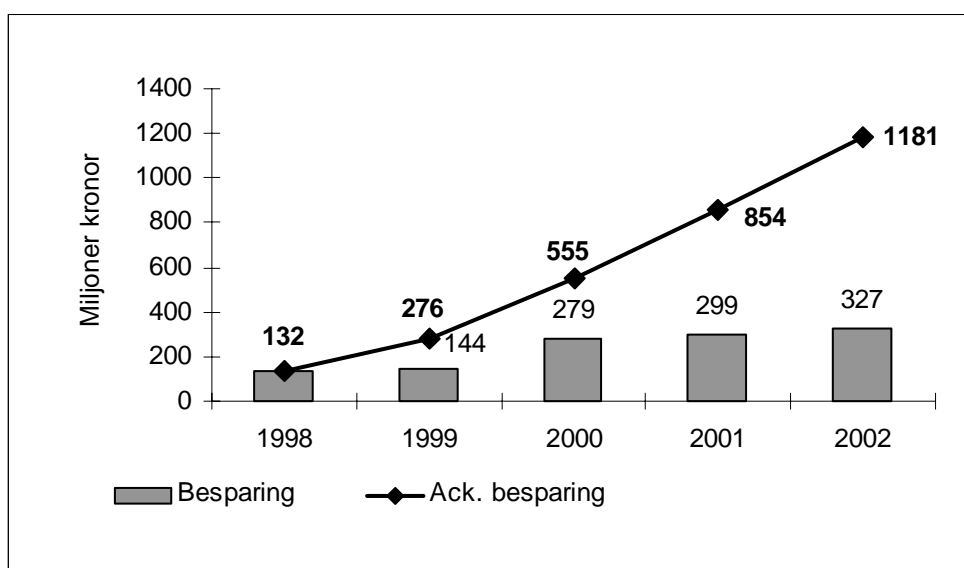
Den reala upplåningen inom RiksgäldsSpar från hushållen minskade något under året och uppgick till knappt 1 miljard kronor i slutet av 2002. Minskningen, som uppgick till 72 miljoner kronor, beror på att de första reala femåriga placeringarna förföll i slutet av året.

I Riksgäldskonto sker ingen nyförsäljning sedan november 1997. Utestående volym uppgick till 0,6 miljarder kronor 2002, en minskning med 0,5 miljarder kronor från 2001.

Resultat i upplåningen från hushållen

Resultatet för den sammanlagda upplåningen på hushållsmarknaden uppgick till 327 miljoner kronor för 2002 och till 1,2 miljarder kronor för den senaste femårsperioden. Den största delen av resultatet kan hänföras till premieobligationerna, detta trots att sparformen fortsatt uppvisar en sjunkande volym.

Diagram 5.7: Kostnadsbesparing för upplåningen från hushållen jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden för budgetåren 1998–2002 (miljoner kronor).



Utvärderingsmodell för hushållsuplåningen

Riksgäldskontoret tillämpar sedan 1999 samma utvärderingsmodell för samtliga upplåningsinstrument på hushållsmarknaden. 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 från hushållen 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.

För 2002 uppgick kostnadsbesparingen i upplåningen via Riksgäldsspar till 10 miljoner kronor, samma besparing som för 2001. Sammantaget uppvisar sparformen för första gången ett litet överskott över utvärderingsperioden.

Tabell 5.8: Kostnadsbesparing för upplåningen från hushållen jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden för 1998–2002 (miljoner kronor).

Upplåningsinstrument	1998	1999	2000	2001	2002	Totalt
Allemansspar	34	-	-	-	-	34
Premieobligationer	123	136	271	287	317	1 134
Riksgäldskonto	2	3	3	2	-	10
Riksgäldsspar	-27	5	5	10	10	3
Summa besparing	132	144	279	299	327	1 181

Källa: Riksgäldskontoret.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringens mål för upplåningen på hushållsmarknaden är att uppnå största möjliga kostnadsbesparing i förhållande till alternativa upplåningsformer på penning- och obligationsmarknaden. Målet avser såväl upplåningen totalt som i rimlig omfattning varje enskilt låneinstrument.

Under perioden 1998–2002 uppgick den samlade kostnadsbesparingen till drygt 1 miljard kronor, vilket innebär att Riksgäldskontoret uppnått det kvantitativa målet.

Verksamhetsmålet avser även de enskilda låneinstrumenten. Även i detta avseende anses det kvantitativa målet vara uppfyllt då samtliga låneinstrument uppvisar positivt resultat för utvärderingsperioden.

Regeringen konstaterar att det samlade resultatet i upplåningen från hushållen 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. Detta gäller inte minst för att uppnå målet om största möjliga kostnadsbesparing i förhållande till alternativa upplåningsformer på penning- och obligationsmarknaden.

6 Bedömning av statens upplåning och skuldförvaltning 1998–2002

Skr. 2002/03:104

Avsnittet syftar till en samlad bedömning av statens upplåning och skuldförvaltning för utvärderingsperioden. Avsikten är att foga samman de olika delarna i utvärderingen till en helhetsbedömning som kan ställas mot det övergripande målet för statsskuldförvaltningen. Målet är att statens skuld skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen skall även ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

6.1 Regeringens beslut om riktlinjer

Regeringens bedömning: Regeringens beslut om riktlinjer för åren 1999–2002 kan anses ha fattats i enlighet med det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

Skälen för regeringens bedömning: Utvärderingen av regeringens riktlinjer för 1999–2002 koncentreras dels till beslutet för 2001 att reducera valutaskuldens andel av statsskulden, dels till beslutet för 2000 att sänka riktvärdet för den genomsnittliga löptiden i den nominella skulden. Dessutom utvärderas beslutet att inför 2002 förändra riktlinjen för skuldens förfalloprofil.

Regeringens ställningstagande i riktlinjerna för 2001 att reducera valutaskuldens andel av statsskulden har så långt inte uppfyllts. De avsteg som gjorts från den ursprungliga amorteringsplanen har motiverats av kostnadsskäl i och med den svaga kronkursen under slutet av 2001 och inledningen av 2002.

I riktlinjerna för 2000 angavs att riktvärdet för genomsnittlig löptid i den nominella kron- och valutaskulden skulle reduceras från 3,0 år till 2,7 år vid utgången av 2000. Kostnadsbesparingar på grund av den reducerade löptiden beräknas till totalt 1,6 miljarder kronor för de senaste tre åren. Resultatet bör dock tolkas med försiktighet och en djupare utvärdering bör anstå tills en längre utvärderingsperiod föreligger.

Inför 2002 ändrades riktlinjen för statsskuldens förfalloprofil i och med att skrivningen om att högst 30 procent av skulden får förfalla inom de närmaste tolv månaderna slopades. Förändringen bedöms som väl motiverad utifrån det övergripande målet för statsskuldspolitiken genom att den gör att Riksgäldskontoret kan undvika kostsamma kortsiktiga transaktioner utan nämnvärd effekt på risknivån.

Regeringens beslut om riktlinjer för 1999–2002 kan anses ha fattats i enlighet med det övergripande målet.

6.2 Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden

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

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

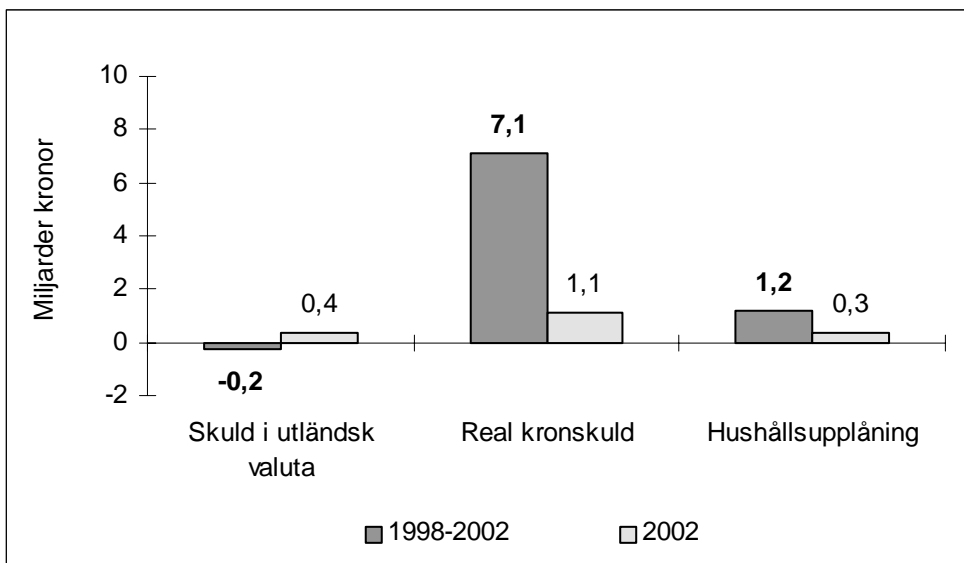
Riksgäldskontoret valde att utnyttja möjligheten att avvika från riktmärket för valutaamorteringen under både 2001 och 2002. Besluten fattades inom ramen för det tydligare mandat som fastställdes i riktlinjerna för 2001 att även ta strategisk hänsyn till kronans kursutveckling i beslut om amortering på valutaskulden. De uppskjutna amorteringarna uppgick sammantaget till nästan 25 miljarder kronor vid utgången av 2002. Riksgäldskontorets motiv för besluten förefaller välgrundade och de bedömningar som gjorts, bl.a. av den svenska kronan, har till dags dato utfallit fördelaktigt. Kostnaderna i skuldförvaltningen torde därmed ha reducerats.

Riksgäldskontoret valde att inte avvika från riktvärdet för den genomsnittliga löptiden i den nominella kron- och valutaskulden. Kontorets beslut att tillämpa skilda löptider i kronskulden respektive valutaskulden 1999–2002 kan anses motiverat jämfört med om den i riktlinjerna angivna durationen använts i båda riktmärkena. På den strategiska nivån har därmed kontorets beslut om takten i valutaamorteringen, löptiden i den nominella skulden och förfalloprofilen i statsskulden bedömts som välgrundade och uppsatta mål har uppnåtts.

Den strategiska valutapositionen US-dollar som togs under 2001 har under 2002 utvecklats i den riktning som avsetts och vinsterna har delvis realiserats. 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. Ökningen av andelen schweizerfranc i valutaskulden, som gjordes under 2000, har under 2002 gett ett nettoresultat på noll. Det bedöms som alltför tidigt att slutgiltigt utvärdera beslutet att öka andelen schweizerfranc. Resultatet av den operativa förvaltningen understeg valutariktmärket med 200 miljoner kronor för utvärderingsperioden. Trots en kostnadsbesparing på nästan 400 miljoner kronor 2002 har det långsiktiga målet för förvaltningen inte uppfyllts. Övertagandet av valutaväxlingarna från Riksbanken i juli 2002 fungerade av allt att döma väl.

Det indikativa resultatet för den reala upplåningen uppgick till 7,1 miljarder kronor för 1998–2002. För 2002 uppgick resultatet till 1,1 miljarder kronor. Det kvantitativa målet för realupplåningen har därmed uppfyllts.

Diagram 6.1: Indikativt resultat av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning 1998–2002 och 2002 (miljarder kronor). Skr. 2002/03:104



Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i nominella kronor förefaller ha varit framgångsrik med fulltecknade emissioner, stora budvolymen och små ränteskillnader i de accepterade buden. Även resultatet i hushållsupplåningen har varit gott, drygt 1 miljard kronor för den senaste femårsperioden. Eftersom även samtliga låneinstrument uppvisar positivt resultat för utvärderingsperioden anses det kvantitativa målet för upplåningen från hushållen vara uppfyllt. Riksgäldskontorets mål och operativa riktlinjer för marknads- och skuldvärden av de svenska statspappersmarknaderna bedöms som rimliga och välgrundade. Den mer operativa hanteringen inom ramen för målen bedöms ha bidragit till mer likvida och effektiva nominella och reala statspappersmarknader. Regeringen bedömer därför att målen för verksamheterna inom den nominella skulden och marknadsvärden har uppfyllts.

Utvärderingen begränsas fortfarande i vissa delar av att det förflutit alltför kort tid för att mer bestämda slutsatser skall kunna dras. Vikten av att fortsätta utveckla metoder och instrument för en ökad precision i resultatbedömningen kvarstår. Helhetsintrycket av verksamheten ger ingen anledning till kritik mot Riksgäldskontoret och de resultat som uppnåtts. Regeringen finner därför att Riksgäldskontoret förvaltat skulden i enlighet med det övergripande målet för statskuldförvaltningen.

Allmänt

Målet för statens upplåning och förvaltning av statsskulden är långsiktigt. Det är därför naturligt att utvärderingen sker i ett sådant tidsperspektiv och på ett sådant sätt att tillfälliga variationer i resultatet utjämnas. Regeringen har därför under de senaste åren funnit det lämpligt att tillämpa femåriga utvärderingsperioder.

Avgörande för vilka kostnader och risker som uppstår i förvaltningen av statsskulden är besluten om skuldens fördelning på olika skuldslag och löptiderna för dessa. Det innebär att kostnaderna för och risken i statsskulden i mycket stor utsträckning bestäms i regeringens beslut om riktlinjer och Riksgäldskontorets strategiska beslut. Resultatet i den operativa förvaltningen mot ett delriktmärke 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 riktmarkesportfölj 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.

En ideal metod är att utgå ifrån ett antal stiliserade och tydligt differentierade skuldportföljer som konstruerats i syfte att belysa avvägningar om förväntade kostnader och risker. En av de analyserade portföljerna bör vara en status quo-portfölj, dvs. en portfölj som beskriver egenskaperna hos skulden i utgångsläget och under i princip oförändrade riktlinjer. De överväganden som legat till grund för beslut om att välja en av de analyserade portföljerna bör redovisas, särskilt i förhållande till status quo-portföljen.

Ett krav på en sådan ansats är att utvärderingen görs i ljuset av den kunskap som fanns vid tidpunkten för riktlinjebeslutet. 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/skuldportföljer som skulle ha gett lägre kostnader och/eller lägre risk.

Statens riskbenägenhet bör vara en central aspekt vid beslut om riktlinjer. Utgångspunkten bör vara att vald skuldportfölj ger en lägre kostnad och/eller lägre risk än andra portföljer, exempelvis status quo-portföljen. Orimligt riskfyllda skuldportföljer bör därmed förkastas även om de i efterhand visat sig ge en lägre kostnad än en mindre riskfylld portfölj. Kvantitativa mått bör utgöra utgångspunkten i analysen men 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 upplåningen på hushållsmarknaden. Utvärderingens olika komponenter redovisas i schema i avsnitt 1. Principerna för utvärderingen utvecklas nedan.

Riksgäldskontorets strategiska beslut

Inom ramen för målet för statsskuld förvaltningen och regeringens riktlinjer fastställer Riksgäldskontoret delmål och riktlinjer för den operativa förvaltningen. Dessa *strategiska beslut* syftar till uppnå målet för skuld förvaltningen 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 eftersträva- de effekterna.

Utvärderingen av strategiska beslut, framför allt om riktmärkesportföljerna, bör så långt det är möjligt ske genom kontrafaktiska jämförelser mellan tydligt differentierade och stiliserade 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 de faktiska kostnader för valutaskulden i marknadsvärdesterm 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 kostnadsmissigt 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 1998–2002 redovisas.

1 STATSSKULDEN

1.1 STATSSKULDEN OCH DESS FINANSIERING

Statsskulden uppgick vid utgången av 2002 till 1 160,3 miljarder kronor; se tabell 1.1. Det motsvarar ca 50 procent av bruttonationalprodukten, BNP. Totalt sett ökade statsskulden under 2002 med 3,5 miljarder kronor eller 0,3 procent. Mätt som andel av BNP har skulden minskat med 1,4 procentenheter.

Tabell 1.1 Statsskuldens sammansättning 1998–2002, miljarder kronor

	1998	1999	2000	2001	2002	Förändr. 2001- 2002
Instrument						
Nominella lån i svenska kronor						
Statsobligationer	686,4	678,9	603,7	519,1	523,5	4,4
Statsskuldväxlar	225,7	243,6	275,0	250,7	241,9	-8,8
Dagslån	11,1	0,0	0,0	12,5	4,9	-7,6
Premieobligationer	58,7	54,4	50,2	44,1	40,9	-3,2
Riksgäldskonto	5,5	3,0	1,7	1,2	0,6	-0,5
Riksgäldsspar	4,7	5,6	6,6	10,6	14,6	4,0
Summa nominella lån i svenska kronor	992,0	985,5	937,3	838,2	826,4	-11,8
Reala lån i svenska kronor						
Statsobligationer	93,8	96,7	101,4	94,2	135,1	40,8
Riksgäldsspar	0,5	0,9	0,9	1,0	1,0	0,0
Summa reala lån i svenska kronor	94,3	97,6	102,3	95,3	136,1	40,8
Lån i utländsk valuta	362,5	291,1	241,1	223,3	197,8	-25,5
Statsskulden	1 448,9	1 374,2	1 280,6	1 156,8	1 160,3	3,5

Stocken av nominella statsobligationer ökade med 4,4 miljarder kronor och statsskuldväxlestocken minskade med 8,8 miljarder kronor. Stocken av reala obligationer ökade med 40,8 miljarder kronor. Bakgrunden till dessa förändringar diskuteras i avsnitt 3 samt i avsnitt 4.

Premieobligationsstocken minskade med 3,2 miljarder kronor. Sparandet på Riksgäldskonto minskade med 0,6 miljarder kronor. Riksgäldsspar ökade med 4,0 miljarder, varav reala lån var oförändrat. Hushållsupplåningen behandlas utförligare i avsnitt 3.7.

Lånen i utländsk valuta minskade med 25,5 miljarder till 197,8 miljarder. Däri ingick 6,9 miljarder (26,5) i realiserade valutaförluster.

Statsskulden redovisas till bokfört belopp vid emissionstillfället, dvs. den marknadsvärderas inte med avseende på förändringar i marknadsräntorna. Däremot tas valutalan upp till sitt aktuella värde, dvs. omräknad med bokslutsdagens valutakurser. RGK:s s.k. skuldskötselinstrument, t.ex. terminer och swappar ingår inte.

Riksgäldskontoret använder skuldskötselinstrument i stor omfattning för att omvandla upplåning i kronor till valutaexponering. Den vanliga skuldredovisningen ger därigenom en inte helt rättvisande bild av statens valutaskuld och riskexponering i utländsk valuta genom att valutaandelen underskattas och kronandelen överskattas. Genom att omvärderingen av valutaderivatet till bokslutsdagens valutakurser inte heller ingår blir även bilden av skuldens storlek något missvisande. Regeringen har beslutat om att från och med 2003 införa nya skuldbegrepp för att beskriva statens skuldsättning. Underlaget till regeringsbeslutet var Riksgäldskontorets regeringsrapport (2002-08-14 dnr 2002/104). De nya skuldbegreppen beskrivs på sidan 12.

Tabell 1.2 Statsskulden och dess sammansättning 1998-2002, kompletterad med skuldskötselinstrument, miljarder kronor

	1998	1999	2000	2001	2002	Förändr 2001- 2002
Nominell skuld i svenska kronor						
Nominella lån i svenska kronor	992,0	985,5	937,3	838,2	826,4	-11,8
Skuldskötselinstrument i svenska kronor	-71,9	-111,9	-136,3	-162,1	-165,2	-3,1
Summa nominell skuld i svenska kronor	920,1	873,6	801,0	676,2	661,3	-14,9
Real skuld i svenska kronor	94,3	97,6	102,3	95,3	136,1	40,8
Skuld i utländsk valuta						
Lån i utländsk valuta	362,5	291,1	241,1	223,3	197,8	-25,5
Skuldskötselinstrument i utländsk valuta	85,0	111,0	151,0	181,1	174,7	-6,4
Summa skuld i utländsk valuta	447,5	402,1	392,1	404,4	372,6	-31,8
Statsskuld inkl. skuldskötselinstrument	1 461,9	1 373,3	1 295,3	1 175,9	1 169,9	6,0

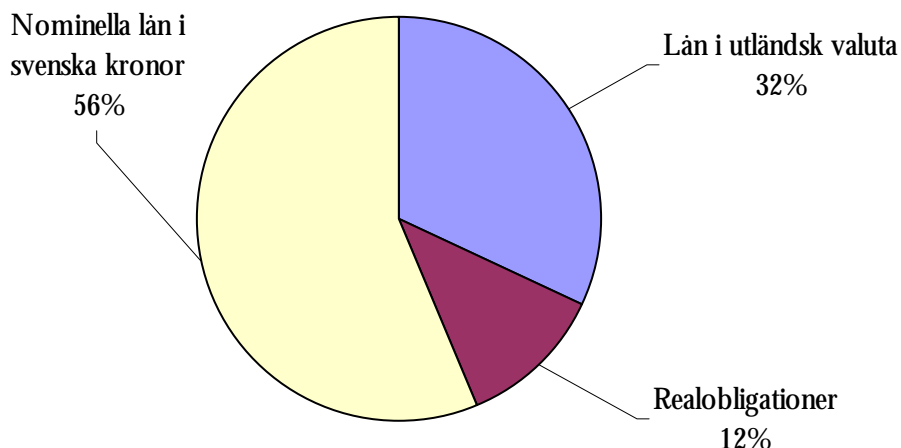
Statsskulden och dess sammansättning sedan hänsyn tagits till skuldskötselinstrument framgår av tabell 1.2. Statsskulden mätt på detta sätt uppgick till 1 169,9 miljarder kronor, 9,6 miljarder kronor mer än den officiella skulden. Mätt inklusive kron-/valutaswappar var valutaskulden 372,6 miljarder. Valutaskuldens värde minskade med 31,8 miljarder kronor. Förändringen förklaras av att kronan förstärktes under 2002 som innebar att de orealiserade valutakursförlusterna minskade med 30,1 miljarder.

I skuldskötselinstrumenten ingick orealiserade valutaförluster med 9,0 miljarder (19,5).

Amorteringarna på valutaskulden uppgick under året till 1,8 miljarder¹ kronor

Nominell skuld i svenska kronor med hänsyn till kron-/valutaswapparna var 661,3 miljarder. Statskuldens sammansättning inklusive skuldskötselinstrument (i procent) framgår av diagram 1.1.

¹ Definitionen av upplåningsmandatet är inte liktydigt med förändringen av valutaskulden. Se avsnitt 3.2.5 samt 3.3.3 för mer information om upplåningsmandatet (valutamandatet).

Diagram 1.1 Statsskuldens sammansättning inklusive skuldskötselinstrument**1.1.1 Statsskulden till marknadsvärde**

I tabell 1.3 beskrivs statsskulden inklusive skuldskötselinstrument beräknad till marknadsvärdet för perioden 1998-2002.

Tabell 1.3 Marknadsvärderad statsskuld och dess sammansättning 1998-2002, kompletterad med skuldskötselinstrument, miljarder kronor

	1998	1999	2000	2001	2002	Förändr 2001-2002
Nominell skuld i svenska kronor						
Nominella lån i svenska kronor	1 155,5	1 063,0	1 028,5	884,3	886,1	1,8
Skuldskötselinstrument i svenska kronor	-79,8	-113,9	-147,8	-168,0	-177,6	-9,6
Summa nominell skuld i svenska kronor	1 075,7	949,1	880,7	716,3	708,5	-7,8
Real skuld i svenska kronor	109,3	110,6	124,3	110,1	172,3	62,2
Skuld i utländsk valuta						
Lån i utländsk valuta	402,9	311,9	270,2	245,4	219,8	-25,6
Skuldskötselinstrument i utländsk valuta	71,1	111,3	149,2	178,9	175,3	-3,6
Summa skuld i utländsk valuta	474,0	423,2	419,4	424,3	395,1	-29,2
Marknadsvärderad statsskuld inkl. skuldskötselinstrument	1 659,0	1 482,8	1 424,4	1 250,7	1 275,9	25,2

Statsskulden redovisad till marknadsvärde inklusive skuldskötselinstrument omfattar statsskulden enligt tabell 1.2 (där instrumenten tas upp till anskaffningsvärde med tillägg av orealiserade valutadifferenser), kompletterad med upplupna räntor och orealiserade kursdifferenser. En specificering av ingående delposter i den marknadsvärderade statsskulden kompletterad med skuldskötselinstrument för åren 2001 och 2002 beskrivs i not 27.

Den marknadsvärderade statsskulden inklusive skuldskötselinstrument har ökat med 25,2 miljarder. Anledningen till att den marknadsvärderade statsskulden har ökat i större omfattning än statsskulden (tabell 1.2) är främst ökningen av orealiserade kursförluster med 23,0 miljarder beroende på lägre marknadsräntor.

Den marknadsvärderade statsskulden inklusive skuldskötselinstrument uppgick till 1 275,9 miljarder. Skuldskötselinstrumentens värdering har netto förändrats med 13,2 miljarder jämfört 2001.

Nytt mått på statsskulden i RGK:s redovisning 2003

Statsskulden ska enligt regeringsbeslut från 2003 konsekvent mätas inklusive derivatinstrument, som skuldbytesavtal och valutaterminer. Dessutom ska skuldinstrumenten i den statliga redovisningen värderas till nominellt slutvärde. Syftet med förändringarna är att ge en mer rättvisande bild av statsskuldens sammansättning och storlek, samt att skapa större enhetlighet mellan olika mått på statsskulden.

I det hittillsvarande officiella skuldmåttet ingår bara direkta valutalån. Det anger därmed att valutaandelen vid årsskiftet var 17 procent (se tabell 1.1). Riksgäldskontoret skapar i stor utsträckning skuld i utländsk valuta via derivatinstrument. RGK har därför i praktiken vägletts av och lyft fram statsskulden inklusive skuldskötselinstrument (se tabell 1.2 och diagram 1.1). Det anger att valutaandelen var 32 procent. Med det nya måttet anpassas RGK:s formella redovisning av skulden till nuvarande upplåningstekniker och det synsätt på statsskulden som tillämpas i t.ex. riktlinjebesluten.

Motivet bakom att använda nominellt slutvärde som redovisningsprincip är i första hand att se till att värderingsprinciperna i den statliga redovisningen anpassas till praxis inom EU. Därigenom kan RGK:s redovisning användas som utgångspunkt för att beräkna statens del i den konsoliderade offentliga sektorns bruttoskuld, det skuldmått som används i EU-sammanhang. Genom att nominellt slutvärde innefattar upplupen inflationskompensation på realobligationer ger det nya måttet även en mer rättvisande bild av realskulden.

Statens reella ekonomiska ställning påverkas inte av hur man definierar statsskulden, men skulden mätt på det nya sättet är större än den gamla. Mätt vid årsskiftet ökar skulden med 44 miljarder kronor (se tabell nedan). Av skillnaden beror 9,9 miljarder på orealiserade valutaförluster i derivatportföljen. Vidare ökar realskulden med 22,3 miljarder, varav 13,7 miljarder är upplupen inflationskompensation. Återstoden beror på att reala nollkuponglån tas upp till slutvärde. Till följd av att även statsskuldväxlar tas upp till slutvärde ökar den nominella kronskulden med 9,0 miljarder och valutaskulden med ytterligare 2,8 miljarder. Valutaandelen i det nya måttet är därmed 31 procent och realandelen 13 procent.

Statsskulden enligt RGK:s redovisning

	2001	2002
Tidigare mått	1 156,8	1 160,3
<u>Nytt mått</u>	<u>1 211,8</u>	<u>1 204,3</u>
Förändring	+55,0	+44,0

Förändringarna innebär också, vid sidan av RGK:s redovisning, att beteckningen Statsskulden framöver ska användas för det mått som mäter statens skuld till andra sektorer, dvs. det mått som hittills kallats den konsoliderade statsskulden. Eftersom konsolidering bygger på information om myndigheters statspappersinnehav, kommer detta mått att redovisas av ESV.

1.2 STATSSKULDENS KOSTNADER

Statsskuldens kostnader täcks genom anslag på statsbudgeten. Redovisningen mot statsbudgeten avser att visa hur verksamheten finansierats med anslagsmedel. Finansiering tillgodoräknas efter utgiftsmässiga principer¹. De anslagen som finansierar statsskuldens kostnader är

- Anslaget 26 92:1 Räntor på statsskulden, som finansierar räntekostnader m.m. som avser statsskulden. Vidare ingår räntenettet för in- och utlåningen till statliga myndigheter m.fl. (se not 39).
- Anslagsposten 26 92:3 Riksgäldskontorets provisionskostnader i samband med upplåning och skuldförvaltning. Anslaget finansierar utgifter för provisioner för lån m.m.
- Anslaget 2 2:3 Riksgäldskontoret: Kostnader för upplåning och låneförvaltning. Anslaget finansierar utgifter för löner, lokaler, utbildning, system och information, vissa avgifter och ersättningar till banker m.fl., börsnotering och börsinformation, marknadsföring, prospekt, dragningslistor och konsulter m.m.

Belastningen på anslagen under åren 1998-2002 framgår av tabell 1.5.

Utfallet 2002 på anslaget räntor på statsskulden är 67,2 miljarder kronor.² För 2002 påverkade räntor på statsskulden lånebehovet med 65,2 miljarder (se tabell 2.1). Avvikelsen beror på en kassamässig skillnad på 2,0 miljarder, då anslagen avräknas utgiftsmässigt. Skillnaden beror främst på icke kassamässiga transaktioner som bokfördes i juni månad och avsåg uppköp och försäljning av statsinterna realobligationer i samband med överföring av statspapper till IGN, KAF och PPM. Transaktionerna innebar att en utgift med 2,3 miljarder realiserades och avräknades anslaget. Analys av förändringar för 2002 avseende räntor på statsskulden beskrivs i avsnitt 2.1.

Från 1998 till 2002 har utgifterna för räntor på statsskulden minskat från 113,3 till 67,18 miljarder kronor. Detta beror främst på lägre marknadsräntor samt att statsskulden minskat.

Under 2002 utbetalades 156 miljoner kronor i provisionskostnader, avgifter mm, vilket är 20 miljoner lägre jämfört med 2001.

Minskningen över åren av provisionskostnader, avgifter m.m. förklaras främst av en ändrad inriktning på upplåningen. Anledningen till minskningen under senare år är att en stor del av valutaupplåningen har gjorts genom s.k. kron-/valutaswappar. Bidragande orsaker till de minskade utgifterna för provisionskostnader för lån i svenska kronor är att låneformen Allemansspar upphörde under 1998 samt att provisionskostnader för premieobligationer blivit lägre under senare år.

¹ Utgiftsmässig princip innebär att utgifter och inkomster avräknas anslaget. Upplupna kostnader, t.ex. upplupna räntekostnader, eller andra periodiseringar avräknas inte anslaget (se även not 2 denna sida).

² Enligt resultaträkningen är årets finansiella kostnader (netto) ca 42 miljarder kronor. Skillnaden beror på att olika redovisningsprinciper används för anslagsavräkning (utgiftsmässig princip) respektive för resultaträkningen (bokföringsmässig princip), i den statliga redovisningen (se vidare under avsnitt Förtydliganden av vissa samband i redovisningen).

Riksgäldskontorets utgifter på förvaltningskostnadsanslaget har ökat med 26 miljoner jämfört 2001. Anledningen till ökningen beror främst på att ett flertal stora IT-projekt har genomförts under året. (Se avsnitten 3.4.7, 4.1.2 och 7.1)

Tabell 1.5 Rräntor på statsskulden och andra utgifter, åren 1998-2002, miljarder kronor

UTGIFTER (+) OCH INKOMSTER (-)	1998	1999	2000	2001	2002
Räntor på lån i svenska kronor	73,14	68,49	61,16	45,40	45,40
Räntor på lån i utländsk valuta	23,64	22,04	21,80	24,07	17,47
Räntor på in-och utlåning till statliga myndigheter m.fl. inkomster	-3,87	-2,40	-1,54	-3,27	0,37
Summa räntor	92,91	88,13	81,42	66,20	63,24
Över-/ underkurs vid emission	-5,69	-2,40	0,78	-4,64	-7,73
Valutaförluster/-vinster (realiserade)	9,82	-6,25	-6,20	12,32	6,65
Kursförluster /-vinster (realiserade)	15,64	10,16	15,03	5,17	4,59
Övrigt	0,64	0,18	-0,83	2,02	0,43
Summa över/underkurser, realiserade valutaförändringar m.m.	20,40	1,69	8,77	14,87	3,94
Summa nettoutgifter på anslaget räntor på statsskulden (92:1)	113,31	89,82	90,19	81,07	67,18
Provisioner i samband med upplåning och skuldförvaltning (92:3) ¹	0,41	0,33	0,19	0,19	0,16
RGK:s förvaltningskostnader (2:3) ²	0,17	0,19	0,19	0,22	0,24
Summa utgifter avräknade anslag	113,89	90,34	90,57	81,48	67,58

¹ Fr.o.m. 2000 redovisades utgifterna för provisioner m.m. för lån i utländsk och svensk valuta under en egen anslagspost. Jämförelseuppgifterna har justerats för tidigare år.

² Fr.o.m. 2001 ingår det tidigare anslaget för utgifter för Upplåning och låneförvaltning i Riksgäldskontorets förvaltningskostnadsanslag 2:3. Jämförelseuppgifterna har justerats för tidigare år.

Övriga anslag för Riksgäldskontorets verksamheter framgår av anslagsredovisningen.

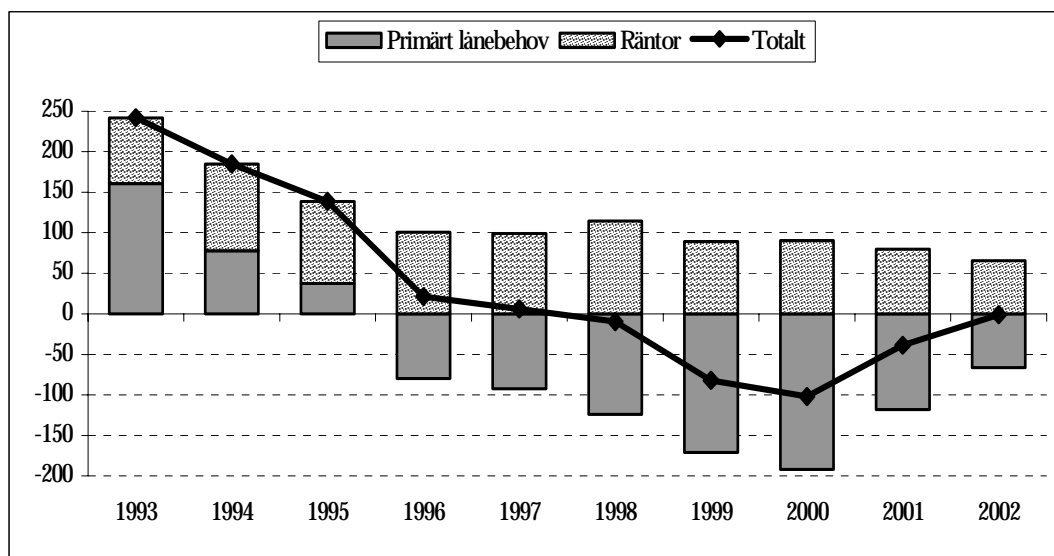
2 STATENS LÅNEBEHOV

2.1 UTFALL

Statens lånebehov – nettot av alla ut- och inbetalningar från respektive till staten – uppgick under 2002 till -1,2 miljarder kronor. Staten har därmed haft negativt lånebehov, definitionsmässigt liktydigt med budgetöverskott, under fem år i följd (se diagram 2.1). Som närmare redovisas i avsnitt 1 ökade statsskulden under året med 3,5 miljarder kronor. Skillnaden mellan skuldens ökning och överskottet är liten i absoluta tal, men bakom ligger betydande bruttoförändringar. Skulden ökade med 39 miljarder, utan att lånebehovet påverkades, i samband med omvandlingen av vissa myndigheters kontoinnehav till reguljära statspapper vid halvårsskiftet (se avsnitt 4.1.2). I motsatt

riktning verkar att valutaskuldens värde räknat i kronor sjönk under 2002 till följd av att kronan stärktes.

Diagram 2.1 Statens lånebehov 1993–2002, miljarder kronor



Lånebehovet delas traditionellt upp i tre komponenter:

- det primära saldöt (nettot av alla in- och utbetalningar kopplade till statsbudgeten exklusive betalningar för räntor på statsskulden);
- räntor på statsskulden;
- förändringar i Riksgäldskontorets in- och utlåning.

Förändringar i myndigheternas behållningar på räntekonton hos Riksgäldskontoret påverkar både det primära saldöt och nettoutlåningen, men med motsatt tecken. Från analysynpunkt är det därför ofta bättre att utgå från det primära lånebehovet, definierat som summan av det primära saldöt och nettoutlåningen och följaktligen opåverkat av omflyttningar mellan dessa. Denna uppdelning används i diagram 2.1. Mer detaljerade siffror framgår i tabell 2.1.

Det primära lånebehovet visade ett överskott på 66,4 miljarder kronor under 2002, ca 52 miljarder mindre än 2001. Trots att reguljära skattebaser som lönesumman och den privata konsumtionen var större än tidigare år minskade de totala skatteinbetalningarna netto med 3,5 miljarder kronor mellan 2001 och 2002. En förklaring är att den statliga inkomstskatten sänktes. Vidare var icke preliminärdebiterade skatteinbetalningar, som t.ex. reavinstskatt och slutreglering av företagsskatter, 16 miljarder lägre än året före. Bland tillfälliga inbetalningar minskade förfallande bostadsobligationer med 35 miljarder kronor. Samtidigt tillkom en extra utdelning från Riksbanken på 20 miljarder. Till skillnad från 2001, då Riksbanken också gjorde en extra utdelning och tillförde staten obligationer, betalades utdelningen 2002 kontant och den reducerade därför lånebehovet.

Bland utbetalningarna var det främst pensioner och sjukförsäkringar som steg. Även andra socialförsäkringsbetalningar ökade. Totalt ökade Riksförsäkringsverkets utbetalningar med 22 miljarder jämfört med 2001. Därtill kom ökade utbetalningar till kommunerna, bl.a. för maxtaxan i barnomsorgen. Ett antal myndigheter, t.ex.

Försvarmakten, Rikspolisstyrelsen och Vägverket, ökade också sina utbetalningar. Nettoutlåningen uppgick till 14 miljarder, en halvering i förhållande till 2001. Den viktigaste förklaringen var statens lån på 12 miljarder till Sveaskog som löpte över årsskiftet 2001–2002.

Tabell 2.1 Statens lånebehov 1998–2002, miljarder kronor

	1998	1999	2000	2001	2002
Primärt lånebehov	-124,0	-171,2	-191,9	-120,0	-66,4
Varav					
– primärt saldo	-121,2	-153,3	-219,7	-144,6	-80,6
– Riksgäldskontorets nettoutlåning	-2,8	-17,9	27,7	24,6	14,2
Räntor på statsskulden m.m.¹	114,4	89,3	90,0	81,3	65,2
Varav					
– räntor för lån i svenska kronor	78,1	74,6	73,8	43,5	39,4
– räntor för lån i utländsk valuta	26,4	20,9	22,4	25,4	19,0
– realiserade valutadifferenser, netto	9,8	-6,3	-6,2	12,3	6,7
Statens lånebehov (netto)	-9,7	-82,0	-101,9	-38,7	-1,2

¹ Det kassamässiga utfallet för 2002 för posten Räntor på statsskulden i tabell 2.1 avviker från den utgiftsmässiga redovisningen i avsnitt 1.

Räntebetalningarna på statsskulden uppgick till 65,2 miljarder kronor, vilket är ca 16 miljarder lägre än året före. Nedgången beror delvis på att ett lån med hög kupongränta förföll under året och ersattes med lån med lägre kupongränta. Därtill kommer att statsskulden minskat under en följd av år och ett lägre ränteläge. Dessutom halverades de realiserade valutaförlusterna, bl.a. till följd av att kronan var i genomsnitt starkare än under 2001.

För att tolka utvecklingen av lånebehovet, både enskilda år och över tiden, är det intressant att söka skilja ut *tillfälliga betalningar*. Under 2002 uppgick lånebehovet justerat för tillfälliga nettoinbetalningar, enligt Riksgäldskontorets definition, till ca 20 miljarder kronor (avrundat till närmaste multipel av 5 miljarder för att markera att det är en uppskattning), att jämföras med ett överskott på 25 miljarder 2001. Riksbankens extra utdelning på 20 miljarder samt förfall av bostadsobligationer för 7 miljarder var de viktigaste tillfälliga inbetalningar. I motsatt riktning verkade tillfälliga utbetalningar kopplade till RGK:s nettoutlåning, samt vissa kursförluster vid uppköp av obligationer.

2.2 PROGNOSE ÖVER STATENS LÅNEBEHOV

2.2.1 Mål och rapporteringskrav

Verksamhetsmål: Riksgäldskontoret ska genom tillförlitliga prognoser över statens lånebehov bidra till att statens lånekostnader minimeras.

Åtterrapporing: Riksgäldskontoret ska redovisa en jämförelse mellan prognos och utfall under de fem senaste budgetåren samt analys av större avvikelser. Prognosernas effekter på upplåningskostnaderna till följd av avvikelse mellan prognos och utfall under samma period ska analyseras och i möjligaste mån kvantifieras.

2.2.2 Prognosverksamheten

Syftet med lånebehovsprognoserna är att ge underlag för Riksgäldskontorets upplåningsplanering och likviditetshantering. Genom att prognoserna offentliggörs är det också lättare för marknadsaktörer att förstå och förutsäga Riksgäldskontorets agerande på räntemarknaden. Riksgäldskontoret gör års- och månadsprognoser, vilka publiceras, samt dagsprognoser, vilka används som underlag för likviditetshanteringen.

Riksgäldskontoret publicerar lånebehovsprognoser i tertialrapporten *Statsupplåning – prognos och analys*. Vid varje prognostillfälle presenteras en årsprognos för innevarande år. I juni och oktober presenteras dessutom en prognos för kommande år. Prognoshorisonten är alltså som längst 18 månader. I tertialrapporten publiceras även månadsprognoser fram till och med nästa publiceringstillfälle. Dagsprognoserna publiceras inte, men görs så att de som ansvarar för likviditetsförvaltningen har tillgång till dagfördelade prognoser för tre månader åt gången.

Tidsschemat för publiceringstidpunkterna är anpassat så att det ska finnas ny information om statsbudgeten och/eller nya bedömningar från Konjunkturinstitutet som underlag för en genomarbetad översyn av årsprognoserna. Ny information mellan de ordinarie prognostillfällena, t.ex. om större utförsäljningar eller utlåning från Riksgäldskontoret, kan föranleda justeringar av månads- och årsprognoserna. Dessa offentliggörs i så fall i samband med att Riksgäldskontoret publicerar utfallet för lånebehovet i början av varje månad.

2.2.3 Utvärdering av prognosverksamheten

Att utvärdera konsekvenserna av prognosavvikelser är svårt i och med att de kan påverka både kostnader och risknivå i statsskulden. Generellt gäller att större avvikelser i de längre prognoserna kan ge upphov till variationer i skuldens duration, som i sin tur kan föranleda omläggningar i låneplaneringen. Prognosfel skapar således ryckighet i RGK:s upplåning, vilket i sig kan höja lånekostnaderna.

Någon närmare kvantifiering av effekterna på lånekostnaderna låter sig inte göras. Resultatet beror bl.a. på hur och vid vilka tidpunkter som Riksgäldskontoret skulle ha lånat om utfallet varit förutsett, samt på vilka lånevillkor som skulle ha rätt då. Eftersom det inte går att översätta ett visst lånebehov till en viss upplåning blir jämförelser med alternativa låneplaner godtyckliga. Dessutom är det troligt att Riksgäldskontorets agerande i sig kan påverka lånevillkoren, dvs. en annan låneplan skulle ha kunnat ge andra lånevillkor än de som kan avläsas från den observerade avkastningskurvan.

Månadsprognoserna styr primärt emissionsplanerna för statsskuldväxlar. Vid fel i månadsprognoserna fungerar likviditetshanteringen som buffert. Överskattningar av lånebehovet för innevarande eller följande månad kan således leda till att Riksgäldskontoret får mindre behov av kortfristig upplåning än planerat och vice versa. Fel i dagsprognoserna föranleder anpassningar av RGK:s likviditetsposition.

Att bedöma kostnaderna för prognosavvikelser är svårt. Sannolikt fördyrar systematiska överskattningar av lånebehovet upplåningen något. Om avkastningskurvan har positiv

lutning är det billigast att låna på dagslån. Minskar den korta upplåningen till förmån för växelupplåning ökar således kostnaderna. Detsamma gäller vid ökad andel obligationsupplåning. Omvänt gäller att systematiska underskattningar sannolikt minskar kostnaderna något. En ökad andel kort upplåning medför dock större risk.. Till detta kommer att prognosfel – oavsett tecken – skapar ryckighet i RGK:s upplåning, vilket i sig kan höja lånekostnaderna.

Någon närmare kvantifiering av effekterna på lånekostnaderna låter sig dock inte göras. Resultatet beror bl.a. på hur och vid vilka tidpunkter som Riksgäldskontoret skulle ha lånat om utfallet varit förutsett, samt på vilka lånevillkor som skulle ha rätt då. Eftersom det inte går att översätta ett visst lånebehov till en viss upplåning blir jämförelser med alternativa låneplaner godtyckliga. Dessutom är det troligt att Riksgäldskontorets agerande i sig kan påverka lånevillkoren, dvs. en annan låneplan skulle ha kunnat ge andra lånevillkor än de som kan avläsas från den observerade avkastningskurvan.

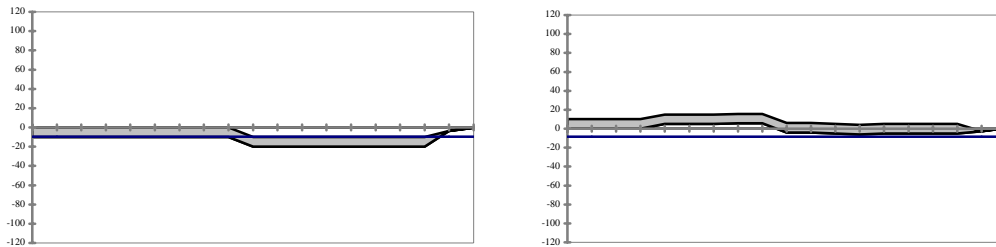
Riksgäldskontoret gör mot denna bakgrund inget försök att mäta effekterna på lånekostnaderna av prognosavvikelser. Framställningen nedan inriktar sig på att mäta prognosernas absoluta respektive relativa precision. Återrapporteringen avser årsprognoserna, eftersom dessa bedöms ha störst betydelse för RGK:s upplåningskostnader. Det beror på att fel i årsprognoserna kan få mer varaktiga effekter på skuldens sammansättning än fel i månads- och dagsprognoserna. Denna bedömning avspeglas också i RGK:s prioriteringar för det löpande prognosarbetet. Motsvarande uppföljningar görs av månads- och dagsprognoserna, men RGK har valt att inte inkludera dem i årsredovisningen.

2.2.4 Prognosernas tillförlitlighet

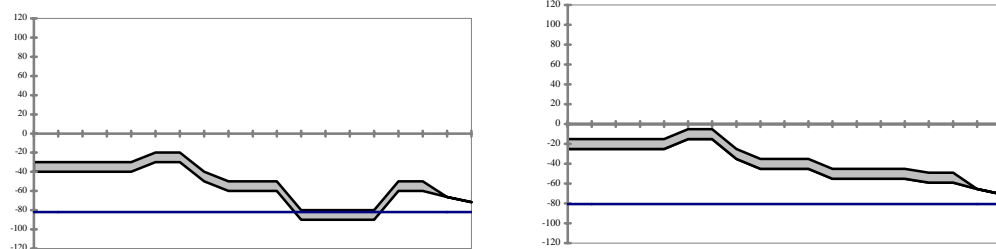
I diagram 2.2 visar de vänstra diagrammen årsprognoserna för lånebehovet 1998 till 2002 och hur de har justerats över tiden. Den heldragna feta linjen i respektive diagram visar utfallet (för 2002 sammanfaller utfallet med nollinjen). Vid publiceringen av årsprognosen har Riksgäldskontoret tidigare, i ett försök att markera osäkerheten i prognosen, angett ett intervall i jämna tiotal miljarder (grått fält). Från och med november varje år angavs prognosen som en punktskattning. I maj 2001 övergick Riksgäldskontoret till att genomgående redovisa prognosen som en punktskattning i syfte att förenkla presentationen. Under perioden har både prognoser och utfall påverkats av förväntade och oförväntade utförsäljningsinkomster. För att belysa effekterna av dessa redovisas prognoser och utfall exklusive utförsäljningsinkomster i de högra diagrammen.

Diagram 2.2 Riksgäldskontorets årsprognoser 1998–2002, totalt (vänster diagram) samt exklusive utförsäljningar (höger diagram), miljarder kronor

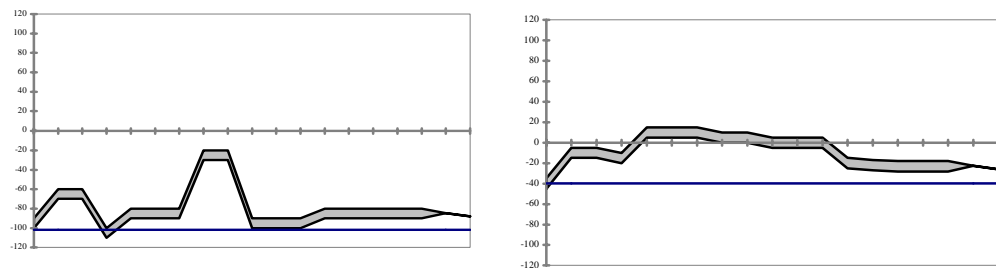
1998 (första prognos juni 1997)



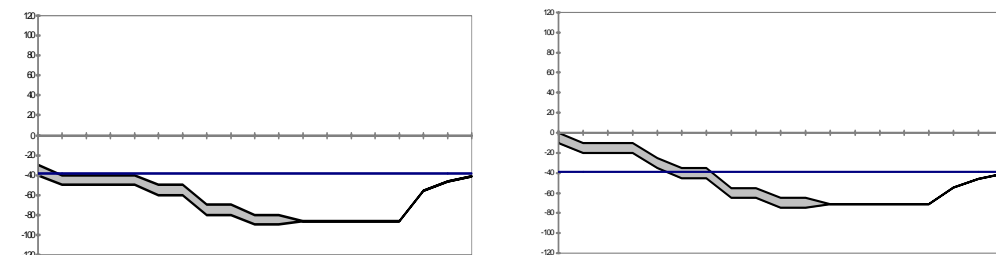
1999 (första prognos juni 1998)



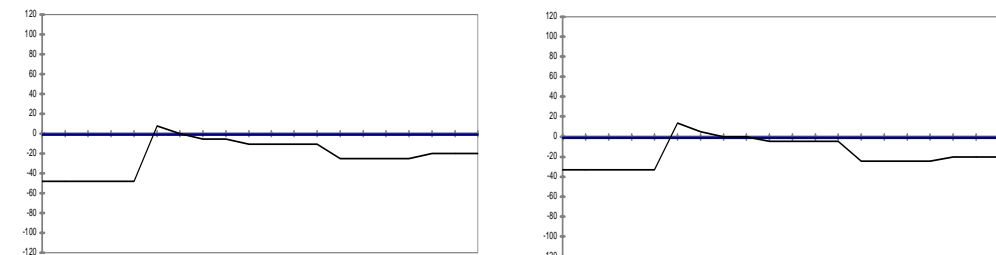
2000 (första prognos juni 1999)



2001 (första prognos juni 2000)



2002 (första prognos maj 2001)



Lånebehovet 2002 uppgick till -1,2 miljarder kronor (dvs. ett budgetöverskott). I den första prognosen för 2002, publicerad i maj 2001, var prognosen -48 miljarder kronor. Som framgår av diagram 2.2 gjorde Riksgäldskontoret därefter ett flertal revideringar i årsprognosen. En kraftig justering gjordes i oktober 2001, då RGK reviderade upp lånebehovet med 56 miljarder kronor. Av dessa 56 miljarder kom 46 miljarder kronor från en nedjustering av det primära lånebehovet. De svagare utsikterna för världsekonomin och värdepappersmarknaderna, bl.a. till följd av händelserna den 11 september, gjorde att RGK sänkte prognosen för skattebetalningarna med 33 miljarder och de förväntade utförsäljningsinkomsterna med 10 miljarder. Vidare reviderades räntebetalningarna upp med 10 miljarder, till följd av dels kronförsvagningen, dels en korrigering av fel som uppstått vid bytet av affärssystem (se årsredovisningen för 2001).

Februariprognosen indikerade ett överskott på 10 miljarder. Förändringarna berodde främst på ett lån till Sveaskog över årsskiftet samt på att jordbruksstöd betalats ut redan under 2001. I juni angav Riksgäldskontoret ett överskott på 25 miljarder, bl.a. därför att utfallen för skatterna tydde på att tidigare nedjusteringar varit överdrivet stora. I oktoberprognosen justerades överskottet ned till 20 miljarder, bl.a. på grund av utbetalning av jordbruksstöd för 2003 i december 2002.

Går man igenom de justeringar som RGK gjorde under prognosperioden framstår de flesta även i efterhand som välmotiverade. Justeringar gjordes i många fall på grundval av ny information. Vissa ändringar var också anpassningar till utfall, t.ex. stora skattebetalningar i januari och mars. Delar i prognosen justerades således i flertalet fall i rätt riktning. Det gäller även den stora justeringen av skattebetalningarna i oktoberprognosen 2001, även om RGK överskattade genomslaget av den ekonomiska avmattningen.

En viktig felkälla är nettoutlåningen. Riksgäldskontoret räknade ännu i slutet av oktober 2002 med att nettoutlåningen skulle bli 4 miljarder kronor. Ökad nettoutlåning under årets två sista månader gjorde dock att utfallet blev 14 miljarder kronor. Den ökade utlåningen berodde i huvudsak på att några av de myndigheter som sedan halvårsskiftet får placera i reguljära statspapper tog ut medel från sina konton hos RGK för att göra ytterligare placeringar i statspapper. Dessutom ökade några affärsverk och myndigheter oväntat sin upplåning i slutet av året. Nettoutlåningen tillhör regelmässigt de svåraste komponenterna att göra prognoser på eftersom beslut av myndigheter och affärsverk ofta fattas sent.

En annan felkälla är utförsäljningsinkomsterna (se högra delen av diagram 2.2). I den första prognosen räknade Riksgäldskontoret med utförsäljningsinkomster på 15 miljarder kronor, med hänvisning till regeringens antagande i vårpropositionen. Bedömningen justerades till 5 miljarder kronor i oktober 2001 och i juni 2002 till 0 kronor, som också blev utfallet. Även för utförsäljningsinkomster gäller att utfallet är svårbedömt, eftersom förhandsinformationen är knapphändig och beslut ofta fattas sent.

Fyllnadsbetalningar och kvarskatt är en tredje komponent som är svår att förutse, även bortsett från att det är svårt att förutsäga hur börserna ska utvecklas under året. Denna

komponent justerades både upp och ned under prognosperioden. Den slutliga bedömningen visade sig dock överskatta inbetalningarna med omkring 7 miljarder kronor.

Ser man till Riksgäldskontorets bedömningar av löpande nettoinbetalningar till skattekonton är avvikelserna små. Sammantaget överskattades nettoinbetalningarna något i början av prognosperioden och underskattades något i slutet. Mot bakgrund av den osäkerhet som rådde om konjunkturutvecklingen 2002, och de relativt stora revideringar som gjordes i den makroekonomiska bilden, får dessa avvikelser dock ses som marginella. Även de löpande utgifterna har sammantaget utfallit i stort enligt prognos. Dock underskattades utgifterna något i slutet av året, vilket bryter mot mönstret under senare år.

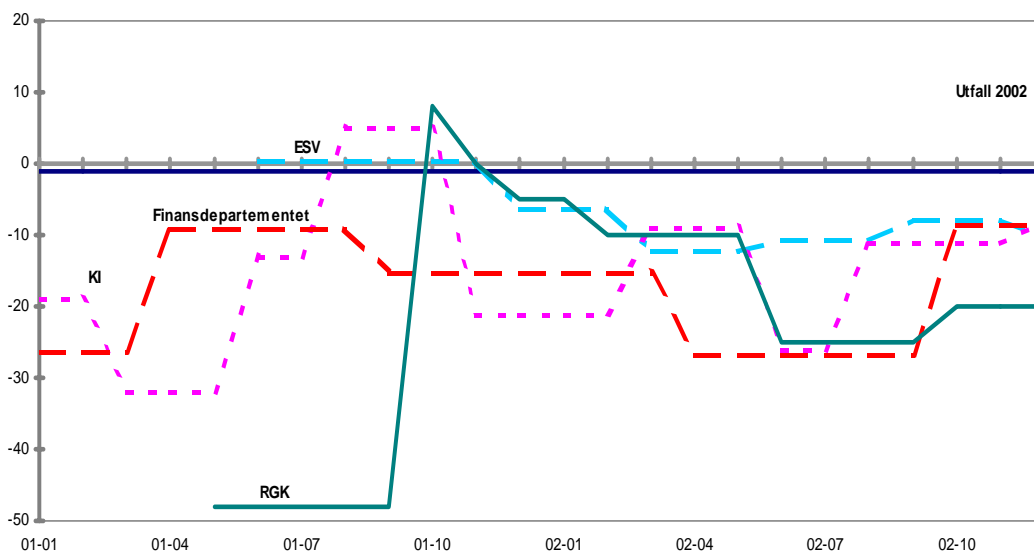
Prognosen för räntebetalningarna har varit relativt stabil efter korrigeringen i oktober 2001, då ett fel som påverkade prognoserna för både 2001 och 2002 upptäckts. Till skillnad från prognosåret 2001 har räntebetalningarna således inte givit nämnvärda prognosfel.

Sammanfattningsvis beror en stor del av prognosavvikelsena på faktorer som svårigen kan prognostiseras, t.ex. politiska beslut (eller uteblivna beslut) om utförsäljningar och speciella länetransaktioner. Betalningar av kvar- och fyllnadsskatter, som också erfarenhetsmässigt är svårbedömda, bidrog också till fel. Däremot är RGK:s prognoser av löpande skatteintäkter och av utgifter rimligt träffsäkra. Detta överensstämmer i stort med erfarenheterna från tidigare år. RGK:s ränteprognoser var mer tillförlitliga än för 2001.

Den viktigaste åtgärden för att minska felen är att förbättra skatteprognoserna, i synnerhet när det gäller icke preliminärdebiterade skatter. När det gäller Riksgäldskontorets nettoutlåning eller andra engångstransaktioner står RGK inför informationsproblem, snarare än prognosproblem. RGK strävar efter att få besked så tidigt som möjligt i de enskilda fallen, men ofta fattas avgörande beslut så sent eller under sådana omständigheter att information inte finns att tillgå.

2.2.5 Jämförelser med andra prognosmakare

I diagram 2.3 redovisas Riksgäldskontorets årsprognoser för lånebehovet 2002 tillsammans med årsprognoserna från Finansdepartementet, KI och ESV. Samtliga prognosmakare har både justerat upp och ned sina prognoser vid ett flertal tillfällen under prognosperioden, vilket vittnar om den stora osäkerhet om konjunkturutvecklingen som har rått. Generellt sett har samtliga prognosmakare underskattat lånebehovet under större delen av prognosperioden. Sammantaget har Riksgäldskontorets prognoser från och med oktober 2001 inte skiljt sig så mycket från övriga prognosmakares. Däremot uppvisar RGK:s sista prognos från oktober 2002 ett större prognosfel än de andras.

Diagram 2.3 Årsprognoser och utfall för lånebehovet 2002, miljarder kronor

3 UPPLÅNING OCH SKULDFÖRVALTNING

INLEDNING

De övergripande riktlinjerna för statsskulden beslutas av regeringen. De har ett flerårigt perspektiv och utgår från målet att kostnaderna skall minimeras samtidigt som hänsyn skall tas till de risker som är förenade med förvaltningen av statsskulden. Riktlinjerna anger skuldens fördelning mellan olika skuldslag, skuldens löptid samt skuldens förfalloprofil. Riktlinjerna för 2002 innebar i korthet:

- Skulden i utländsk valuta skulle amorteras med 15 miljarder \pm 15 miljarder.
- Andelen reallån i statsskulden skall långsiktigt öka.
- Den genomsnittliga durationens riktvärde för den nominella kron- och valutaskulden skulle vara $2,7 \pm 0,3$ år.
- Upplåningen skulle inriktas så att inte mer än 25 procent av skulden förfaller inom de närmaste 12 månaderna.

På grundval av regeringens riktlinjer fastställer Riksgäldskontoret interna riktlinjer – s.k. strategiska beslut – för den operativa verksamheten. Valutamandatet behandlas under avsnitt 3.2.5 och realskulden under avsnitt 3.3.3. Hantering av skuldens löptid behandlas under avsnitt 3.2.1 och skuldens förfalloprofil under avsnitt 3.2.4. Den nominella kronskulden och i viss mån även den reala skulden skall utvärderas i kvalitativa termer; underlag för denna utvärdering ges under avsnittet 3.4 om marknadsvärdande åtgärder.

Utifrån de interna riktlinjerna bestämmer Riksgäldskontoret ett antal mer detaljerade mål för den operativa förvaltningen av statsskulden. De viktigaste av dessa beslut är fördelning av durationsmålet mellan den nominella kronskulden och valutaskulden samt fördelningen mellan olika valutor i valutaskulden. Hanteringen av durationsmålet för de

olika delskulderna behandlas under avsnitt 3.2.2 och valet mellan valutor i valutaskulden under avsnitt 3.2.6.

Den operativa förvaltningen redovisas i avsnitten 3.3 – 3.7.

3.2 STRATEGISKA BESLUT

3.2.1 Duration i den samlade nominella skulden

Regeringens riktlinjebeslut innebar att den genomsnittliga nominella kron- och valutaskuldens duration skulle vara $2,7 \text{ år} \pm 0,3 \text{ år}$ för 2002. Riksgäldskontoret har valt att inte avvika från riktvärdet inom det angivna intervallet. De studier som Riksgäldskontoret vidtagit inför beslutet pekar på att man runt detta mål får en rimlig avvägning mellan kostnad och risk. Analysen bygger på antagandet om en i genomsnitt positivt lutande avkastningskurva. Den lägre kostnaden med kort upplåning skall vägas mot en ökad refinansieringsrisk som följer av sådan upplåning.

Ett skäl att avvika från riktvärdet skulle vara om avkastningskurvan eller räntenivån väsentligt avviker från en neutral nivå.

Riksgäldskontoret har valt att undersöka den svenska tioårsräntans utveckling sedan mitten av 1990-talet. Under den senaste fem- och treårsperioden är genomsnittsräntan i paritet med dagens nivåer. Inte heller i en jämförelse med den historiska utvecklingen för den tyska räntan föreföll räntenivån extremt låg. Även en jämförelse av den reala räntan (omkring 3 procent) med potentiell tillväxttakt och realobligationsräntan pekar på en neutral räntenivå.

Sammantaget visar Riksgäldskontorets analys att den svenska långräntan tycks ligga nära en neutral nivå. Det fanns därför inte skäl att avvika från regeringens beslut för riktvärdet.

Ingen ny information tillkom under året som förändrade den ursprungliga bedömningen. Det hade krävts att avkastningskurvan väsentligt skulle ha ändrat karaktär eller att räntenivån skulle nått extremt låga eller höga nivåer för att Riksgäldskontoret skulle ha ändrat sitt ställningstagande. Då konjunkturen varit fortsatt svag har långräntan sjunkit något under 2002 men inte till sådana nivåer att det funnits skäl att avvika från riktlinjebeslutet.

3.2.2 Fördelning av duration mellan valutaskuld och nominell kronskuld

Målet för den nominella skuldens sammanvägda duration, $2,7 \pm 0,3 \text{ år}$ har uppnåtts liksom tidigare genom durationen $2,9 \pm 0,3 \text{ år}$ i den nominella kronskulden och $2,3 \pm 0,3 \text{ år}$ i valutaskulden. Det huvudsakliga argumentet för att dela upp den sammanvägda durationen har varit att uppnå kostnads målet till lägre risk.

Analysen av de portföljmässiga kostnads- och riskaspekterna inför förra årets riktlinjebeslut gav dock inga nämnvärda kostnads- och riskargument för en uppdelad duration. De kvantitativa modellberäkningar som Riksgäldskontoret gjort på historisk data

visar att en portfölj med något olika duration i kron- och valutaskuld har i princip samma risk- och kostnadsegenskaper som en portfölj med samma duration i båda skuldslagen. En uppdelad duration kan dock motiveras av Riksgäldskontorets strävan att upprätthålla en likvid obligationsmarknad som i förlängningen bör ge lägre räntor. Att ha en längre duration i kronskulden gör det möjligt för RGK att emittera en högre andel i långa löptider. På detta sätt främjas likviditeten i obligationsmarknaden. Det var dessa överväganden som gjorde att Riksgäldskontoret valde att behålla en uppdelad duration i kron- och valutaskuld även under 2002.

För att kvantitativt utvärdera valet att differentiera durationen har RGK gjort två schablonmässiga beräkningar. De båda metoderna baseras på marknadsdata för 2002. Den första metoden har använts tidigare år. Där jämförs räntekostnaderna för en skuld med en duration på 2,7 år med räntekostnaderna för en skuld med differentierad duration enligt ovan. Differentieringen har inneburit en besparing på cirka 0,7 räntepunkter under 2002, vilket motsvarar cirka 70 miljoner kronor. För att få besparingen i kronor multipliceras 0,7 räntepunkter med skuldens genomsnittliga storlek under året (total skuld exklusive realobligationer).

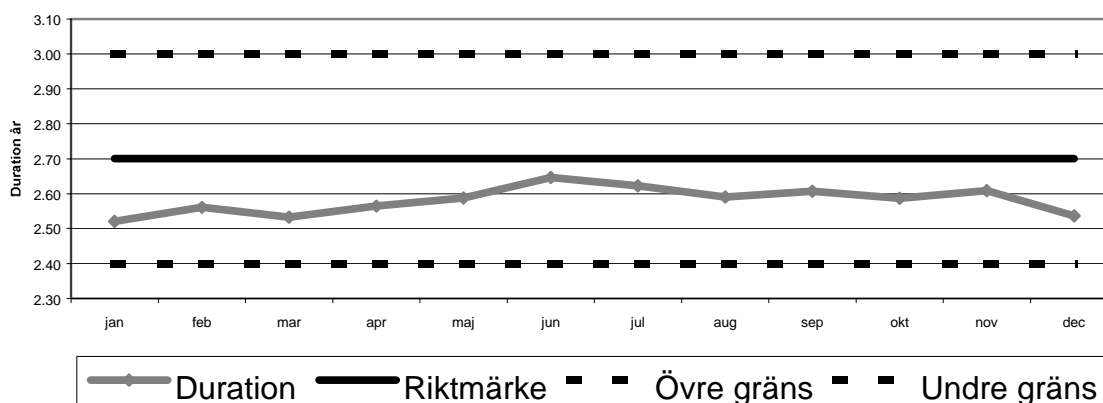
Den andra metoden utgår från så kallade steady state-portföljer, det vill säga portföljer vars förfalloprofil inte ändras över tiden. Under antagandet att nettolånebehovet är noll kommer varje steady state-portfölj att kopplas till en unik fördelning av emissioner på olika löptider. Denna metod fångar bättre upp det emissionsmönster som krävs för att uppnå en viss duration. Räntekostnaderna för en skuld med en duration på 2,7 år jämförs även här med en skuld med differentierad duration enligt ovan. Resultatet visar att besparingen varit cirka 0,2 baspunkter, vilket motsvarar cirka 20 miljoner kronor.

Beräkningarna tyder på att besparingen av en differentierad duration har en i sammanhanget liten betydelse.

3.2.3 Hantering av durationen under året

Den nominella skuldens duration varierade under året enligt diagrammet 3.1.

Diagram 3.1 Durationsutveckling för den nominella skulden under 2002.



Förutom mindre avvikelser som följt av den aktiva förvaltningen hölls durationen för valutaskulden konstant på riktvärdet. Förändringar av durationen för den samlade

nominella skulden förklaras därför i stort sett enbart av förändringar i kronskuldens duration.

RGK tar inga positioner i förvaltningen av kronskulden. Skuldens storlek gör dock att durationen inte kan styras exakt. Att duration varierar kan i korthet förklaras av:

- Fluktuationer i det kortsiktiga lånebehovet, vilket leder till variationer i statsskuldväxelstockens storlek och övrig kortfristig finansiering.
- Varierande räntenivåer.
- Kupongutbetalningar, som gör att skuldens duration tillfälligt stiger.

Under inledningen av 2002 var durationen låg vilket förklaras av ett stort lånebehov. Under det första halvåret steg dock durationen något vilket var en kombination av en minskad andel kort finansiering och lägre långräntor. Under den senare delen av 2002 har durationen åter vänt neråt vilket delvis kan förklaras av ett större lånebehov än väntat.

Sammantaget kan man konstatera att durationen under 2002 varit låg vilket till stor del kan förklaras av att lånebehovet varit större än väntat. Fördelningen mellan kort upplåning och statsobligationer är de instrument som Riksgäldskontoret har för att styra durationen. Skuldens storlek och krav på en upplåningspolicy som präglas av förutsägbarhet gör dock att det tar tid att motverka trendmässiga förändringar. Durationen beräknas stiga mot riktmärket under början av 2003.

3.2.4 Statsskuldens förfalloprofil

Regeringens riktlinjer om statsskuldens förfalloprofil gäller hela skulden: nominell- och real kronskuld och valutaskuld, dock inte derivat. Regeringen har beslutat att Riksgäldskontoret skall inrikta låneplaneringen och skuldförvaltningen så att inte mer än 25 procent omsätts inom de närmaste tolv månaderna. Det är en förändring i jämförelse med föregående år då det även fanns ett absolut tak för andelen förfall under en 12-månaders period på 30 procent. Att begränsa koncentrationen av förfall över tiden och därmed minska risken för att stora volymer måste refinansieras vid en tidpunkt då ränteläget är ogynnsamt är en naturlig del i skuldförvaltningen. Genom att aktivt arbeta med likviditetshantering kan Riksgäldskontoret jämna ut obligationsförfall över tiden. Exempelvis har Riksgäldskontoret som policy att byta in förfallande lån mot statsskuldväxlar.

I diagram 3.2 nedan har den korta finansieringen i dagslån, repor och likviditetsväxlar antagits ha ett genomsnitt på 15 miljarder kronor. Antagandet innebär att andelen förfall inom 12 månader kan ha varierat ytterligare ca 2-3 procentenheter för enskilda dagar.

Andelen lån med förfall inom 12 månader har genomgående varit något större än 25 procent, i genomsnitt 27 procent. Förklaringen till detta är i huvudsak densamma som till den korta durationen. En kort duration innebär att statsskuldväxelstocken är stor i relation till obligationsstocken. Lånevolymer i obligationer ökade till 3 miljarder kronor per auktionstillfälle från oktober och till 4,5 miljarder kronor i januari 2003. Emissionsvolymer ökades försiktigt och stegvis för att möta ett större prognostiserat lånebehov och förlänga en alltför kort duration. Effekterna både på duration och andelen

lån som förfaller inom 12 månader är emellertid tröga. Kortsiktiga och säsongmässiga variationer i lånebehov måste mötas med ökad upplåning i statsskuldväxlar och dagslån. Den höga andelen i maj berodde på att lån 1033 då byttes in mot statsskuldväxlar, dvs. lånet blev kortare än 12 månader. Uppgången i andelen under mitten av hösten är i huvudsak ett säsongmässigt fenomen.

Diagram 3.2 Andel skuld i procent som förföll inom de närmaste 12 månaderna 2002.

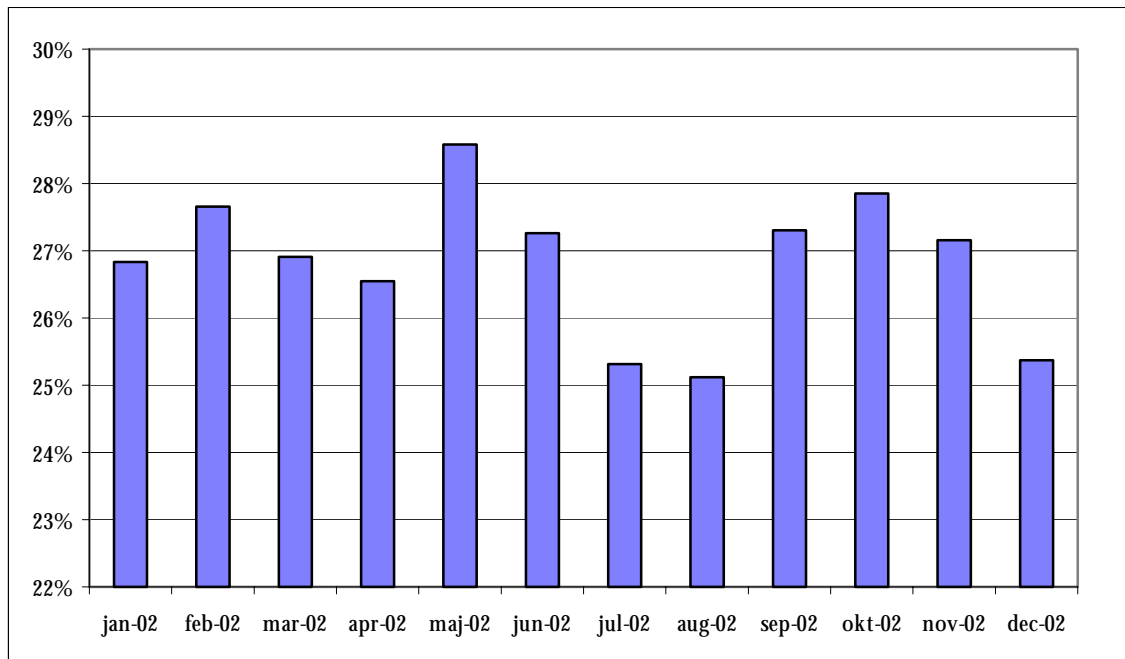
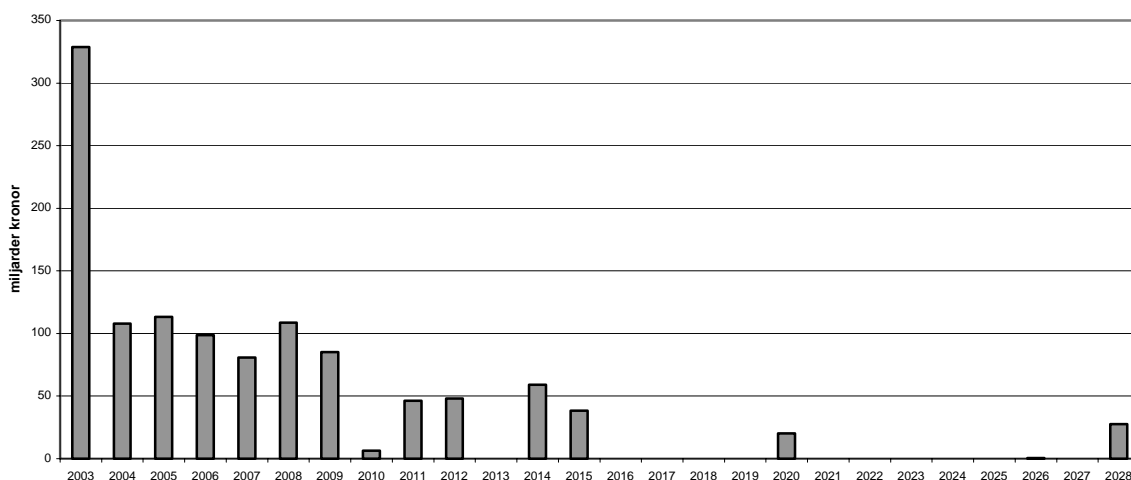


Diagram 3.3 Förfalloprofil för den samlade statsskulden den 31 december 2002

3.2.5 Tillämpning av valutamandatet

Inledning

Regeringens riktlinjebeslut inför 2002 innebar att RGK skulle amortera 15 miljarder kr på valutaskulden. Kring detta målvärde gavs möjlighet för RGK att avvika med ± 15 miljarder kr. Sedan tidigare gäller att flexibiliteten skall kunna utnyttjas för att främja målet om att minimera kostnaderna för förvaltningen med beaktande av risk. Flexibiliteten i amorteringstakten kan därmed grundas på överväganden gällande t.ex. ändringar i lånebehov, lånevillkor på kronmarknaden, marknadsvärd, eller strategiska bedömningar av kronkursens utveckling.

RGK beslutade i december 2001 att utnyttja flexibiliteten nedåt och sikta på en amortering på maximalt 5 miljarder kr, dvs. en avvikelse på 10-15 miljarder kr. Skälet var att kronan bedömdes som omotiverat svag. Det vore därför kostnadsmässigt motiverat att avstå från amorteringar av valutaskulden tillsvidare. RGK:s beslut att utnyttja intervallet i valutamandatet baserades på strategiska, långsiktiga bedömningar av valutakursutvecklingen och måste därför också utvärderas i det perspektivet. Slutligt facit för om ett beslut att avvika från riktmärket bidragit till att minska kostnaderna för valutaamorteringarna ges först vid den tidpunkt när amorteringen faktiskt är genomförd. Det är först då det är möjligt att i kronor mäta skillnaden mellan den växelkurs som skulle ha betalats om amorteringarna skett under, i detta fall, 2002 och den faktiska kursen. När denna tidpunkt kommer att infalla, liksom vilken kurs som då kommer att råda, är omöjligt att idag förutse. Följaktligen måste den löpande utvärderingen av om beslutet var korrekt i väsentlig grad bygga på granskning av rimligheten i den analys som beslutet byggde på.

Motiv till att avvika

Valutaskuld tillför risk i skuldförvaltningen, i och med att kronkursen varierar mätt mot utländska valutor, utan att bidra till minskade förväntade kostnaderna. Beslut från RGK att avvika från regeringens beslutade amorteringstakt bör således ske endast då det är kostnadsmässigt motiverat *med hänsyn tagen* till risk. Eftersom det är svårt att förutse

valutakursers utveckling bör det endast bli aktuellt att avvika om kronkursen framstår som väsentligt felvärderad och att den därför med stor sannolikhet kommer att återgå till en mer rimlig värdering. Mindre avvikelser från vad som anses som rimligt värde bör således inte föranleda justeringar av valutaamorteringstakten. RGK skrev också i beslutsunderlaget att det finns anledning att vara ödmjuk när det gäller valutaprogno­ser. Nivåer som idag framstår som starka skulle för några år sedan ha framstått som orimligt svaga. Slutsatsen som kan dras från regeringens riktlinjer är att avvikelser i amorteringstakt av valutaskulden endast ska baseras på större avvikelser och att inriktningen är att valutaskulden ska minska. Det var givet detta ramverk som RGK beslutade att avvika nedåt under 2002.

RGK pekade i sitt beslutsunderlag på ett antal olika indikatorer som samtliga pekade på att kronan väsentligt avvek från vad som kunde betraktas som rimligt:

1. En ansats är att studera olika länders relativa produktivitet. En sådan ansats indikerade att kronan var omkring 10 procent undervärderad.
2. En jämförelse med den genomsnittliga valutakursen sedan 1996 visade att kronan vid beslutstillfället också var ca 10 procent undervärderad.
3. Stora kapitalflöden till följd av bl.a. omallokeringar av tillgångsportföljer kunde antas ha försvagat kronan. När dessa flöden minskar kunde kronan antas återgå till en högre kursnivå.

Slutsatsen baserat på dessa argument var att minska amorteringstakten.

Utvärdering

Kronkursen låg i början av 2002 på ca 135 mätt mot TCW-index och på omkring 9,20 gentemot euron. För amorteringsbeslutet är TCW det mest relevanta måttet eftersom valutafördelning i TCW liknar valutaskuldens valutafördelning. Mätt mot TCW kom kronan under året att variera mellan 130-138. Under de sista två månaderna av året stabiliserades kursen kring 130-132. Den genomsnittliga kursen under året mätt mot TCW hamnade på drygt 135.

Att efter ett år utvärdera om beslutet att avvika från målvärdet för valutaamorteringen var klokt låter sig inte göras på ett entydigt sätt. Att kronkursen vid utgången av året var starkare än vad den i genomsnitt var under året är dock en indikation på att den analys som låg bakom RGK:s beslut att minska amorteringstakten var rimlig. RGK har genom att utnyttja variationsutrymmet undvikit att köpa utländsk valuta i ett läge då kronan var onormalt svag. Skulle kronan ligga kvar på samma nivå som vid utgången av året, ca 131 mätt mot TCW, innebär beslutet att avvika med omkring 10 miljarder kronor en besparing på ca 300 miljoner kr.

Beslutet att avvika ska emellertid också analyseras i risktermer, dvs. även om beslutet att minska valutaamorteringarna för närvarande ser ut att ge kostnadsbesparingar så förutsätter det att bedömningen om kronans långsiktigt starkare värde är rätt. Genom beslutet att minska amorteringstakten återstår en större valutaskuld. Statsskuld­förvaltningen är därmed utsatt för större risk än om amorteringarna hade gjorts enligt plan. Det är just denna risk som motiverar att avvikelser från den av

regeringen angivna amorteringstakten endast ska ske när kronan avviker väsentligt från ett bedömt framtida värde; då är risken för en försvagning begränsad och beslutet att avvika är då i linje med regeringens kriterier att väga kostnader mot risker vid tillämpning av variationsutrymmet. Mot bakgrund av att det genomsnittliga värdet på TCW under förra året låg på en så svag nivå som drygt 135 och att det vid slutet av året låg på ca 131 förefaller beslutet att avvika rimligt, även med hänsyn tagen till risk. Om man till det lägger att RGK:s bedömning är att en viss ytterligare förstärkning av kronan är trolig så är bedömningen idag att beslutet att avvika var väl avvägt. Men som påpekats inledningsvis går en slutlig utvärdering inte att göra efter så kort tid som något eller några år.

3.2.6 Valutafördelning i valutaskulden

Skulden i utländsk valuta är fördelad på flera valutor. Regeringen har inte tagit ställning till denna fördelning utan delegerat beslutet till Riksgäldskontoret. Riksgäldskontoret har fastställt ett riktmärke för valutafördelningen. I detta riktmärke ingår 65 procent euro, 14 procent dollar, 9 procent schweizerfranc, 8 procent brittiska pund samt 4 procent japanska yen. Fördelningen av valutor syftar till att minska risken för fluktuationer i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor.

Den optimala valutasammansättningen

Under slutet av året utredde RGK om den valda valutafördelningen är den rätta eller om det finns anledning att ändra fördelningen. Sist detta gjordes var 1999 och då beslutades att denna typ av arbete skulle genomföras vart tredje år. Modellberäkningarna gav vid handen att dagens valutafördelning inte statistiskt säkert går att skilja från den riskminimerande fördelningen. Den riskminimerande fördelningen innehåller en stor andel skuld i norska kronor. Givet det höga ränteläget i Norge och de små utsikterna att detta ska ändras testades ansatsen att exkludera norska kronor ur urvalet. Vidare har RGK i tidigare analysarbeten funnit vissa fördelar med att låna i så kallade lågräntevalutor och därför valt att lägga andelen skuld i schweizerfranc på en hög nivå (9%). Med dessa ändringar ger modellberäkningarna en sammansättning av skulden som i allt väsentligt ligger mycket nära dagens. Inte heller denna sammansättning går att statistiskt säkert skilja från dagens.

I arbetet testades även hur stabilt detta resultat är för olika tidsperioder. Resultatet visar att den optimala valutafördelningen ska innehålla en hög andel euro (minst 50%) samt att dollarn bör ha en relativt sett hög andel (10-20%). I övrigt växlade andelarna från period till period.

Slutsatsen är att dagens sammansättning är väl avvägd, främst genom att den innehåller en hög andel euro. Det finns därför i dagsläget inget som talar för att ändra valutaskuldens sammansättning.

En ökning av risken i valutaskulden skedde inför 2000 då andelen skuld i schweizerfranc ökades permanent samtidigt som andelen skuld i euro minskades i motsvarande omfattning. Bedömningen var att skuld i schweizerfranc till följd av den systematiskt låga räntenivån i Schweiz långsiktigt skulle ge en lägre kostnad än skuld i euro till priset av en obetydligt ökad risk. Analysen var i huvudsak tillbakablickande och baserades på hur

kostnaden för skuld i schweizerfranc respektive euro hade utvecklats under såväl den senaste tjugoårsperioden som kortare delperioder. Förändringen av andelen schweizerfranc gjordes eftersom ränteskillnaden bedömdes vara varaktig. Riksgäldskontoret avser inte att ändra andelen schweizerfranc, med mindre än att schweizerfranc inte längre framstår som en stabil lågräntevaluta. Därför bör utvärderingen av denna förändring helst ske i ett längre perspektiv.

Under 2002 har den besparing på ca 400 miljoner kronor som skett till följd av lägre räntekostnader ätits upp av en förstärkning av schweizerfrancen så att nettoresultatet för året slutade på noll. Sammantaget har omviktningen till fördel för schweizerfranc inneburit en kostnadsökning på ca 1 miljard kronor.¹

3.3 UPPLÅNING

Statens upplåning i svenska kronor sker till största delen i nominella statsobligationer och statsskuldväxlar. Den kvantitativa utvärderingen från tidigare år där förändringar i skuldens marknadsvärde mäts mot en riktmärkesportfölj utgick i enlighet med riktlinjebeslutet för 2001. Utvärderingen av upplåningen i nominella statspapper sker därför framförallt i kvalitativa termer.

3.3.1 Nominell upplåning i kronor

Nominella statsobligationer

Riksgäldskontoret har under 2002, liksom under 2001, emitterat nominella statsobligationer varannan vecka. Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer uppgick under januari till september till 2 miljarder per auktion. Från och med oktober ökade volymen till 3 miljarder per auktion. De höjda emissionsvolymerna skall ses med bakgrund av ett ökat nettolånebehov under nästa år. Totalt uppgick den utbudna volymen i emissionerna under 2002 till omkring 50 miljarder kronor vilket är en minskning i jämförelse med 2001 då den utbudna volymen uppgick till 63 miljarder kronor. Den sammanlagda finansieringen i obligationer och utländsk valuta ökade dock under 2002 jämfört med 2001. Fördelningen mellan de olika lånen framgår av tabell 3.1. De emitterade lånen hade en genomsnittlig löptid på 7,4 år och en duration på 5,7 år. Det kan jämföras med 2001 då löptiden och durationen var 8,2 respektive 6,6 år.

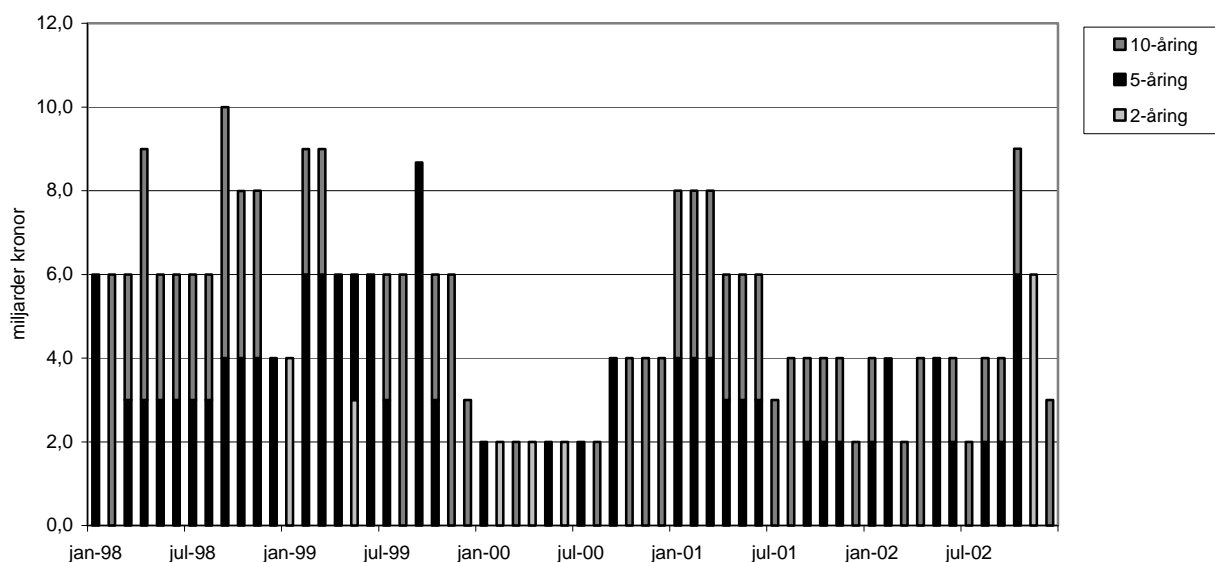
Tabell 3.1 Emitterad volym i miljoner kronor och genomsnittlig emissionsränta per lån.

Lån	Förfalldatum	Emitterad volym	Genomsnittlig emissionsränta	Genomsnittlig marknadsränta
1035	2005-02-09	5 999	4,11	4,75
1037	2007-08-15	21 993	4,99	4,99
1045	2011-03-15	2 000	5,32	5,25
1046	2012-10-08	19 998	5,36	5,29
Totalt		49 990	4,944	5,07

¹ Förändringen av dollarandelen som skedde i december 2000 är att betrakta som en av styrelsen beslutad tillfällig position och redovisas under avsnitt 3.8.1 under Styrelsens strategiska dollarposition.

Av den totala auktionsvolymen i nominella statsobligationer under året har omkring 45 procent swappats till kort ränteeponering (och därefter till valutaexponering via kron/valutaswappar). Det är en minskning gentemot föregående år då motsvarande siffra var omkring 55 procent.

Diagram 3.4 Utbudna auktionsvolymen av nominella statsobligationer 1998–2002 i miljarder kronor.



Introduktionen av den elektroniska handelsplatsen har inneburit en ökad fokusering på två-, fem och tioårsobligationer i emissionerna. Det är i dessa, s.k. superbenchmarklån, som deltagarna i e-handeln har åtagit sig att ställa priser. En ökad fokusering på dessa lån i emissionerna kan ses som en del i Riksgäldskontorets insatser vilka beskrivs utförligare i avsnittet om marknadsvård. I praktiken har policyn inneburit att emissionerna har koncentrerats till fem och tioårssegmentet eftersom det i tvåårssegmentet redan finns stora volymer utestående. Riksgäldskontoret har endast emitterat i detta segment två gånger under 2002.

I mars introducerades det nya lånet 1046 (5,5 %, okt. 2012).

Under 2002 förföll statsobligationer för omkring 11 miljarder kronor. Riksgäldskontoret har som policy att erbjuda byten av statsobligationer till statsskuldväxlar när de börjar närma sig ett år till förfall. Under 2002 erbjöds marknaden att byta in lån 1033 (10,25 %, maj 2003) mot statsskuldväxlar. Syftet med dessa byten är att sprida ut förfallen och därmed minska refinansieringsrisken.

Under året har Riksgäldskontoret även genomfört den planerade omvandlingen av vissa myndigheters kontobaserade tillgångar hos statens internbank till statspapper. De nominella statsobligationerna ökade som en följd av detta med omkring 8 miljarder kronor.

Tabell 3.2 Medelvärde för räntespridning i räntepunkter och teckningskvot för nominella obligationer halvårsvis 1998-2002

	1998		1999		2000		2001		2002	
	98:1	98:2	99:1	99:2	00:1	00:2	01:1	01:2	02:1	02:2
Räntespridning ¹	0,59	0,60	0,61	0,91	0,34	0,79	0,72	0,70	0,27	0,45
Teckningskvot ²	2,33	2,50	3,08	2,62	4,13	2,42	2,15	2,53	2,95	2,65

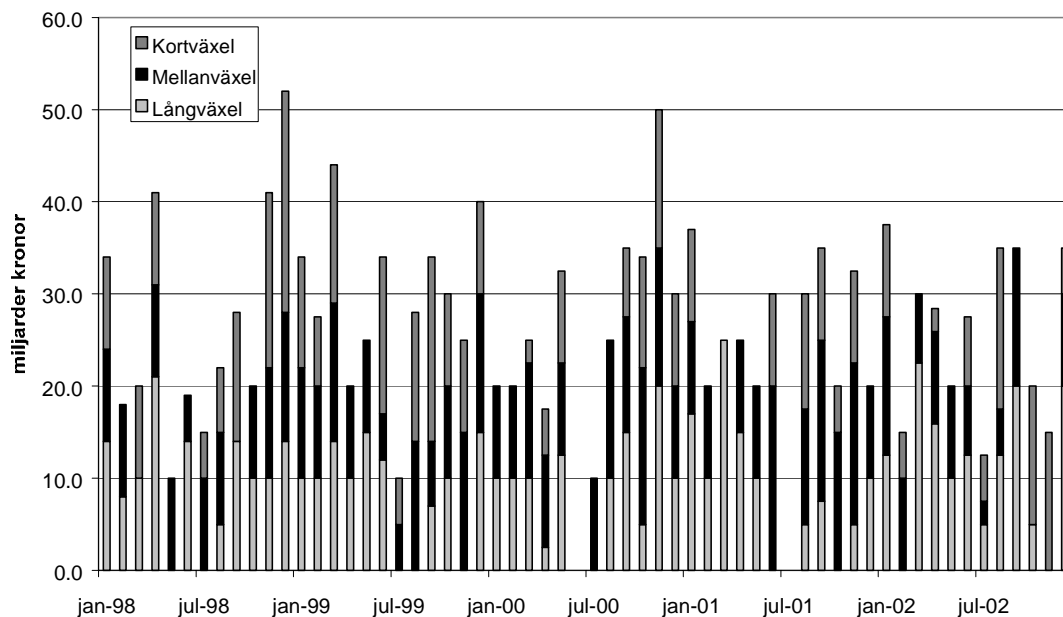
¹ Skillnaden mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna.

² Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

Samtliga obligationsemissioner under 2002 blev fulltecknade och ingen auktion skars ned. Räntespridningen var betydligt lägre under första halvåret och något lägre under andra halvåret 2002 om man jämför med tidigare år. Även teckningskvoten var högre än föregående år (se tabell 3.2). Teckningskvoten sjönk något under andra halvåret 2002. Den relativt sett låga räntespridningen och den höga teckningskvoten under första halvåret beror sannolikt på låga auktionsvolymerna. Dessa ökades något under det andra halvåret.

Statsskuldväxlar

Statsskuldväxelstocken var totalt omkring 242 miljarder kronor i utelöpande diskonterat belopp i slutet av 2002. Statsskuldväxlar används bland annat för att parera säsongsmässiga och andra tillfälliga variationer i lånebehovet. Därför varierar emissionsvolymerna av statsskuldväxlar betydligt mer mellan olika månader än emissionsvolymerna av nominella obligationer. Auktioner i statsskuldväxlar äger normalt rum varannan vecka. Under 2002 varierade auktionsvolymerna mellan 5 och 20 miljarder kr per auktionstillfälle.

Diagram 3.5 Utbudna auktionsvolymen av statsskuldväxlar 1998 – 2002, miljarder kronor

Totalt under 2002 utbjöds statsskuldväxlar för 337 miljarder kronor. Dessutom ökade den utestående volymen genom de byten från obligationer till statsskuldväxlar som beskrivits under avsnittet om nominella obligationer. Den genomsnittliga emissionsräntan i auktionerna under 2002 var 4,21 procent vilket är något högre om man jämför med 2001. Förhållandet mellan emitterad volym och utbjuden volym uppgick till 97,8 procent vilket var bättre än under 2001 då motsvarande siffra var 95,2 procent. Endast en auktion skars ned under år 2002 vilket kan jämföras med 2001 då antalet auktioner som skars ned var fyra stycken. De två måtten räntespridning och teckningskvot i tabellen nedan antyder att auktionerna har fungerat väl under året.

Tabell 3.3 Medelvärde för räntespridning i baspunkter och teckningskvot för statsskuldväxlar halvårsvis 1997-2001

	1998		1999		2000		2001		2002	
	98:1	98:2	99:1	99:2	00:1	00:2	01:1	01:2	02:1	02:2
Räntespridning ¹	0,66	0,71	0,76	1,30	1,03	1,42	1,27	0,99	0,01	0,01
Teckningskvot ²	2,70	2,32	2,36	2,29	3,19	2,00	2,03	2,09	2,82	2,79

¹ Skillnaden mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna.

² Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.

Riksgäldskontoret introducerade under året en ny statsskuldväxelpolicy som har syftat till att förbättra likviditeten och prisbildningen på statsskuldväxelmärknaden. Den viktigaste förändringen är att RGK i fortsättningen kommer att använda tremånadersväxlar istället för sexmånadersväxlar. En effekt blir att antalet utestående lån minskar med två. Vid varje tidpunkt kommer Riksgäldskontoret att ha sex utestående statsskuldväxlar mot tidigare åtta. Emissionerna görs endast i de fyra längsta växlarna. Riksgäldskontoret emitterar enbart on-tap i de två kortaste växlarna.

3.3.2 Real upplåning

Verksamhet och marknadsutveckling

Sedan 1994 har Riksgäldskontoret gett ut realobligationer som för närvarande utgör ca tolv procent av statsskulden. Enligt regeringens riktlinjer bör denna andel långsiktigt öka. Ökningstakten skall dock vägas mot efterfrågan och kostnaderna för annan upplåning med hänsyn till risk. Efterfrågan på realobligationer har ökat kraftigt under året vilket har avspeglats i höga teckningskvoter och fördelaktiga räntenivåer vid emissionerna.

Realobligationsstockens utveckling

Under år 2002 ökade intresset för realobligationer bland annat till följd av nedgången på aktiemarknaden. Ett flertal aktörer i marknaden gjorde omallokeringar i sina tillgångar vilket bidrog till en ökad efterfrågan på ränteprodukter och i synnerhet realobligationer. Att intresset för instrumentet ökade märktes såväl i ökad omsättning på andrahandsmarknaden som i ett större intresse än tidigare för Riksgäldskontorets emissioner i primärmarknaden. Efterfrågan dämpades inte heller av att break even-inflationen¹ steg till högre nivåer än under fjolåret.

Den totala utestående stocken av realobligationer, mätt som utelöpande diskonterat belopp, ökade från 94,2 till 135,1 miljarder kronor under 2002. Mätt som andel av statsskulden innebär det en ökning från 8,1 procent till 11,6 procent. Ökningen i den utestående stocken av realobligationer beror till stor del på överföringen av kontoinnehav hos Riksgäldskontoret till statspappersmarknaden för Kärnavfallsfondens (KAF) och PPM:s räkning. Överföringen innebär att den utestående stocken realobligationer ökade den 1 juli med ett nominellt värde av ca 34 miljarder kronor. Förutom överföringen av KAF:s och PPM:s tillgångar nettoemitterade RGK ca 8,7 miljarder kronor.

Tabell 3.4 Förändring av realskulden under 2002, miljarder kronor i utelöpande diskonterat belopp.

Realskulden den 31 december 2001	94,22
Auktioner (inkl. byten och uppköp)	8,71
Löpande bytesfacilitet	-1,07
Övrigt (SIB-konverteringen och non-comp ¹)	33,19
Realskulden den 31 december 2002	135,05

¹ Återförsäljarna har möjlighet att upp till fyra bankdagar efter en auktion köpa ytterligare 20 procent av auktionsvolymen, denna möjlighet kallas non-comp då den sker till genomsnittsräntan i auktionen.

Auktioner

Totalt genomfördes nio emissionsperioder och sammanlagt 23 auktioner varav 22 auktioner blev klart övertecknade. I ett fall valde Riksgäldskontoret att skära ned den tilldelade volymen till följd av otillfredsställande teckning. RGK fortsatte att prioritera kupongobligationerna. Bytesauktioner där utestående nollkupongobligationer byttes mot kupongobligationer slutfördes under våren. Auktionsvolymerna varierade från 0,5 miljarder kronor till 4,5 miljarder kronor per auktion.

¹ 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.

Tabell 3.5 Realobligationsauktioner 2002, nominella belopp i miljoner kronor.

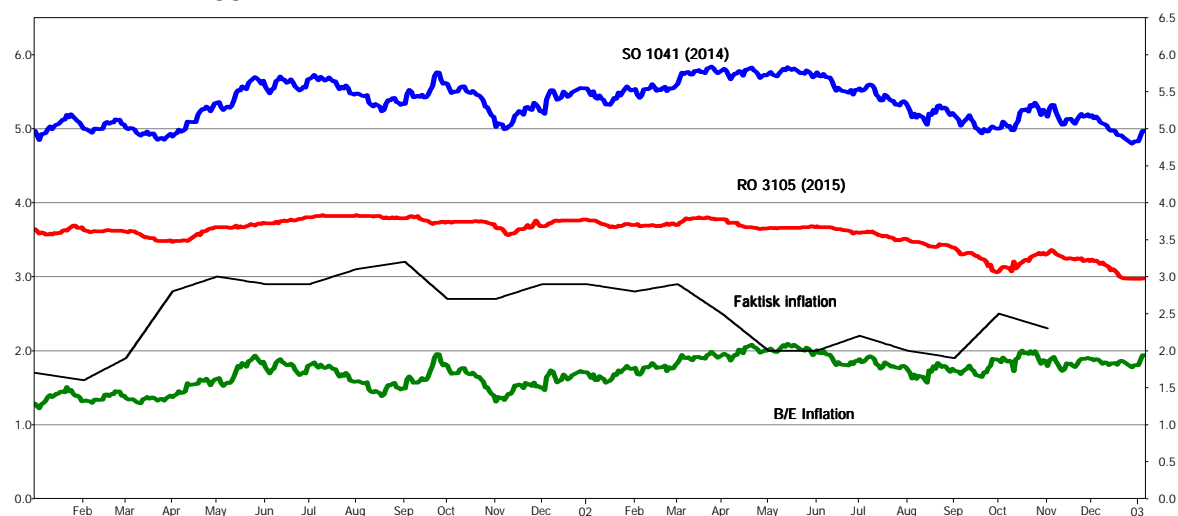
Lån	Förfalldatum	Emitterad volym	Teckningskvot	Breakeveninflation	Genomsnittlig emissionsränta	Återköplån	Förfalldatum	Återköpt volym
3101	2008-12-01	1 000	7,46	2,12	3,419			
3102	2020-12-01	999	3,99	1,92	3,293	3002	2004-04-01	6 621
3104	2028-12-01	9 333	4,84	1,84	3,707	3102	2020-12-01	5 185
3105	2015-12-01	12 122	3,44	1,88	3,554	3001	2014-04-01	9 987
Totalt		23 454	4,192	1,88	3,60			21 793

Break even-inflation

RGK använder break even-inflationen som mått för att jämföra kostnaderna mellan nominella lån och reala lån. Under 2002 har RGK emitterat realobligationer på break-evennivåer mellan 1,7 procent och 2,1 procent och med ett genomsnitt på ca 1,9 procent. Riksbankens inflationsmål på 2 procent innebär att KPI-utvecklingen ökar i något lägre takt med hänsyn tagen till årliga långtidsjusteringar. Därmed har RGK under år 2002 kunnat emittera realobligationer till nivåer i paritet med Riksbankens inflationsmål.

I diagram 3.6 framgår utvecklingen för det nominella lånet 1041 (6,75 %, maj, 2012) och det reala lånet 3105 (3,50 %, dec, 2015) samt inflationstakten. Som framgår minskade inflationstakten under 2002 från strax under 3 procent till ca 2,5 procent. Break even-inflationen har under 2002 varierat mellan 1,6 procent och 2,1 procent. Notera att endast de break even-nivåer som RGK har emitterat på har betydelse för kostnaderna. Den kostnadsbesparing som realupplåningen hittills har genererat är dock indikativ. Vad det faktiska resultatet blir kommer att bero på den framtida inflationsutvecklingen fram till dess att reallånen förfaller till betalning.

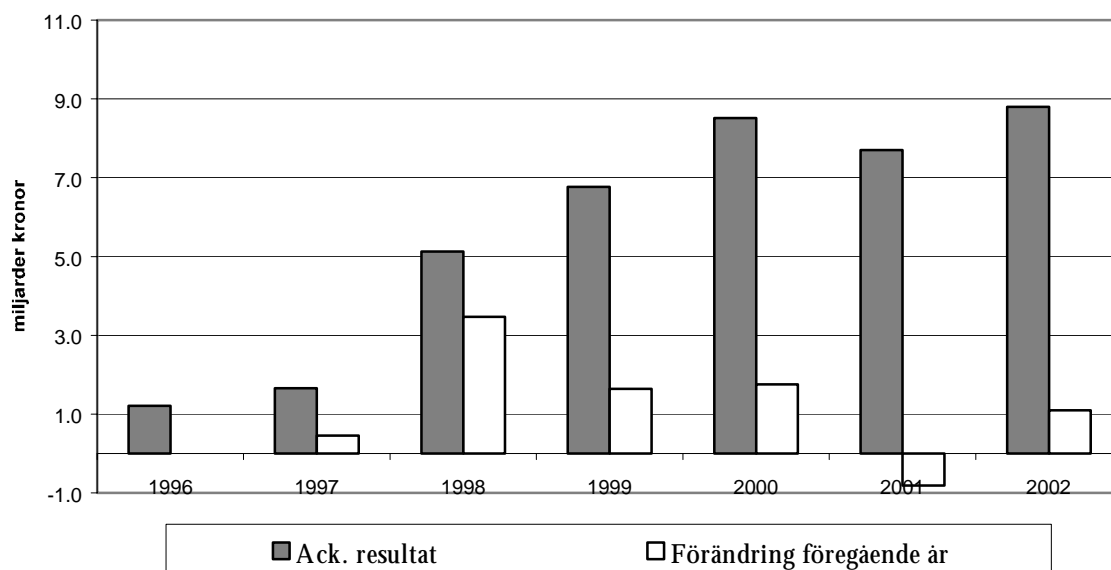
Diagram 3.6 Nominell ränta för lån 1041 (6,75 %, maj, 2012), real ränta för lån 3105 (3,50 %, dec, 2015), break even-inflation och inflation under 2001 – 2002



Resultat och utvärdering

Det kalkylmässiga resultatet som realupplåningen har ackumulerat har stigit till 8,8 miljarder kronor jämfört med 7,7 miljarder kronor förra året. Resultatet beräknas som kostnadsskillnaden mellan upplåning i reala och nominella obligationer. Ökningen beror på att inflationstakten sjönk under året. En stor del av det ackumulerade resultatet kommer från låga inflationstal under tidigare år, och eftersom en betydande del av realemissionerna skedde före 1997 redovisas den samlade kostnadsbesparingen från det att verksamheten inleddes. Det faktiska resultatet beror dock på hur inflationen utvecklas under hela perioden för respektive lån (se avsnitt om break even-inflation).

Diagram 3.7 Kalkylmässigt resultat för upplåning i realobligationer ackumulerat för perioden 1996-2002, miljarder kronor.



3.3.3 Valutaupplåning

Upplåningsverksamheten under 2002

Riksgäldskontoret har inte amorterat på valutaskulden under 2002 annat än marginellt för att undvika risken att hamna utanför det tillåtna intervallet för avvikelser från regeringens riktvärde. Det innebär att upplåningen (brutto) i stort sett blir lika med omfattningen av förfallande lån. Sammantaget har RGK lånat ca 52 miljarder kronor brutto i utländsk valuta.

Upplåningen har i huvudsak gjorts i svenska kronor och dollar. Dessa lån har via swappavtal omvandlats till den exponering i olika utländska valutor som anges av riktmärket för valutafördelningen av valutaskulden. Valet av upplåningsvalutor har styrts av målet att minimera upplåningskostnaderna med beaktande av risk.

Omfattningen av RGK:s ränteswappar har begränsats till 23,4 miljarder kronor med hänsyn till prisbilden och djupet i marknaden. Återstående valutaupplåning, 32 miljarder kronor, har tagits upp som publika lån på kapitalmarknaden.

Tabell 3.6 Volymen olika upplåningsformer 1998-2002, miljarder kronor

	1998	1999	2000	2001	2002
Förfall av publika lån och private placements	64,4	64,7	59,3	28,2	35,4
Förfall valutaswappar	-	-	-	9,2	18,1
Realiserade valutadifferenser	10,4	-6,2	-6,2	12,3	6,7
Övrigt	-1,9	1,4	-1,6	4,6	-7,4
Summa refinansiering	72,9	59,9	51,5	54,3	52,8
Publika lån och private placements	36,1	22,3	-	-	33,1
Kron-/valutaswappar	30,7	40,0	24,4	35,0	21,2
Statsskuldväxlar i utländsk valuta. ¹	-20,3	-25,7	-	4,2	-3,3
Summa upplåning	46,5	36,6	24,4	39,2	51,0
Nettoupplåning	-26,4	-23,3	-27,1	-15,1	-1,8

¹ Upplåningen via statsskuldväxlar i utländsk valuta avser nettoupplåning, övriga poster avser bruttoupplåning

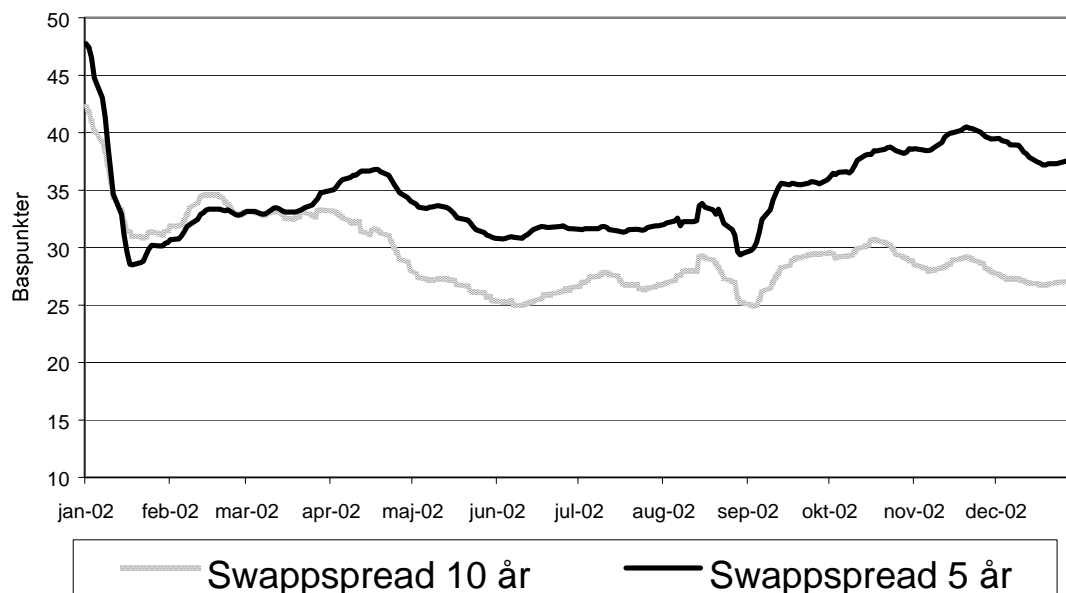
Upplåning via swappmarknaden

Under året har kron-/valutaswappar motsvarande 21,2 miljarder kronor ingåtts. Genom att utnyttja ränteswappar i kronor har Riksgäldskontoret kunnat låsa in attraktiva nivåer som sedan bytts till rörlig euroränta, via basswappar. Den genomsnittliga löptiden på gjorda swappar under året är cirka 7,5 år. Likviditeten i den svenska obligationsmarknaden har också främjats då emissionsvolymerna kunnat ökas i motsvarande grad. Den utestående stocken i dessa ränteswappar vid årets slut är cirka 166 miljarder kronor. Förfallande swappar under året uppgick till ca 18 miljarder kronor.

Under året minskade swappspreadarna, dvs. skillnaden mellan swappräntan och statsobligationsräntan, successivt i alla löptider. Utvecklingen i den svenska marknaden var i linje med den internationella. Efter sommaren hade swappspreadarna minskat till en nivå där Riksgäldskontoret beslutade att dra ned den totala omfattningen av ränteswappar

under 2002 från tidigare planerade 35 miljarder kronor till ca 25 miljarder kronor. Detta innebar i praktiken att RGK upphörde med swaptransaktioner till förmån för direkt valutaupplåning från och med september.

Diagram 3.7 Utveckling av swappspreadar med fem- och tio års löptider, baspunkter.



Direkt valutaupplåning

Upplåning i utländsk valuta, förutom kron/-swappupplåningen, brukar delas in i kapitalmarknadsupplåning (publik och privat) och kortfristig upplåning i certifikat. (Detsamma som för statsskuldväxlar). Upplåning i växlar görs på löptider upp till högst ett år. Låneformen ger en stor flexibilitet och kan ofta skräddarsys efter emittentens respektive placerarens behov.

Under inledningen av 2002 rädde osäkerhet om det skulle uppstå bättre alternativ än den kortfristiga upplåningen. Många emittenter väljer att påbörja sin finansiering på kapitalmarknaden redan första kvartalet. RGK valde mot denna bakgrund och relativt höga upplåningskostnader på denna marknad att påbörja valutaupplåningen via det europeiska statsskuldväxelprogrammet. Totalt emitterades 766 miljoner dollar, motsvarande 6,7 miljarder kronor, till en genomsnittlig löptid av 4 månader. Upplåningskostnaden uppgick till i genomsnitt 12 baspunkter under dollar Libor. Relativt tidigare år har det blivit dyrare för statliga låntagare att emittera i statsskuldväxlar. Under året var kostnadsnivån stabil. I takt med förbättrade lånevillkor i kapitalmarknaden, ersattes successivt statsskuldväxelpåplåningen med långfristig kapitalmarknadsupplåning. Den 31 december 2002 uppgick den kortfristiga skulden till 805 miljoner kronor.

I och med signaler om en svagare amerikansk ekonomi med förväntningar om fallande korta räntor, förbättrades villkoren på den internationella kapitalmarknaden för låntagare av svenska statens karaktär. Sveriges kreditbetyg för upplåning i utländsk valuta höjdes i maj av Moody's från Aa1 till den högsta nivån Aaa. Det starka budgetläget och det faktum

att Sverige återigen fått högsta kreditbetyg bidrog till stark efterfrågan och gynnsamma lånevillkor i emissionerna. En mer detaljerad förteckning av lånen följer i tabell 3.7. Sammanfattningsvis uppgick den rörliga kostnaden för kapitalmarknadsupplåning till 18-21 baspunkter under dollar Libor på de större lånebeloppen respektive 17-31 för de mindre lånen (se tabell 3.8).

Tabell 3.7 Publika obligationslån i valuta 2002

Affärsdag	Förfalldag	Belopp i valuta, miljoner	Kupong,%	Benchmark-spread ¹ , bp	Ledarbank	Investerarkategori ¹	Geografisk spridning ²
02-05-15	05-12-20	USD 1 000	4,375	84	ABN-AMRO, SSSB	Centralbanker	Asien
02-05-16	05-12-20	USD 250	4,375	81	ABN-AMRO, SSSB	Centralbanker	Asien
02-06-19	05-12-20	USD 150	4,375	56	ABN-AMRO, SSSB, Deutsche	Centralbanker	Europa
02-10-09	06-04-20	EUR 150	3,50	5,5	Deutsche	Mindre investerare	Europa
02-10-15	09-12-29	USD 750	3,875	59	ABN-AMRO, DKW	Centralbanker	Asien
02-10-30	05-11-15	USD 1 000	2,375	32	CSFB, JPM	Centralbanker	Asien
02-12-06	05-11-15	USD 150	2,375	12	CSFB, JPM, RBC	Mindre investerare	Europa

¹ Ränteskillnad till investeraren mot statspappersbenchmark i resp. marknad, interpolerad mot noll-kupongkurva

² Huvudsaklig

"Årets bästa eurodollarlån"

"En klassisk saga om en klassisk obligation". Så löd rubriken till tidskriften International Financing Review's (IFR) utmärkelse "årets bästa eurodollarlån". Riksgäldskontorets lån på USD 1 400 miljoner (4,375 % 20/12 2005) vann i december 2002 den internationella omröstningen om årets mest lyckade eurodollarlån. Juryns motivering: "Med lånet uppnådde Riksgäldskontoret det optimala vad gäller låg upplåningskostnad, bred investerarbaserad och en stark andrahandsmarknad. Tack vare sitt välkända och högkvalitativa namn lyckades Sverige emittera en stor volym till ett extremt konkurrenskraftigt pris. Mottagandet i marknaden var extremt positivt trots avsaknad av traditionell marknadsföring.

Tabell 3.8 Upplåningskostnad för olika upplåningsformer 1998-2002, räntepunkter under USD Libor

	1998	1999	2000	2001	2002
Kron-/valutaswappar	-52,3	-60,0	-66,6	-47,0	-26,6
Publika lån	-6,7	-3,0	-	-	-19,8
Private placements	-23,5	-24,8	-	-	-
Statsskuldväxlar i utländsk valuta	-17,5	-18,8	-	-	-
Genomsnittlig kostnad ¹	-27,9	-39,6	-66,6	-47,0	-22,5

¹ Genomsnittlig kostnad exklusive commercial paper.

3.4 MARKNADS- OCH SKULDVÅRDANDE ÅTGÄRDER

Marknadsvård är de åtgärder Riksgäldskontoret vidtar för att öka likviditeten och minska osäkerheten i statspappersmarknaden. I år har Riksgäldskontoret något mer genomgripande utvärderat marknadsvården på den svenska statspappersmarknaden. En sammanfattning av utredningen följer här. Utredningen i sin helhet har skickats till regeringen som en särskild rapport.

3.4.1 Upplåningsstrategi

Operativa riktlinjer

Upplåning skall kännetecknas av transparens och förutsägbarhet
Emissionsvolymerna skall spridas över flera lån så att refinansieringsrisken begränsas och likviditeten främjas
Emissionerna skall understödja likviditeten i det nya elektroniska systemet

En upplåningsstrategi som präglas av förutsägbarhet och transparens samt leder till hög likviditet och låg finansieringsrisk är en av de viktigaste delarna i marknadsvården. Riksgäldskontorets policy är att upprätthålla god likviditet i samtliga benchmarklån så att refinansieringsrisken minskas samtidigt som likviditeten främjas. Emissionsbesluten baseras framför allt på marknadsvårdshänsyn för den inhemska obligationsmarknaden. Sedan introduktionen av det elektroniska handelssystemet har emissionspolitiken utformats i syfte att understödja likviditeten i det elektroniska handelssystemet. Riksgäldskontoret emitterar därför framförallt i löptiderna 2, 5 och 10 år, vilka är de löptider som handlas i det elektroniska handelssystemet. Eftersom stora volymer tidigare emitterats in i det tvååriga obligationslånet har Riksgäldskontoret valt att under året framförallt emittera in i 5 och 10-års segmentet. Totalt emitterades drygt 80 procent av den totala auktionsvolymen på 50 miljarder kronor in i fem- och tioårsobligationerna.

3.4.2 Byten i den nominella obligations- och statsskuldväxelmärknaden

Riksgäldskontorets policy är att introducera ett lån per år. Nya lån byggs snabbt upp genom inbyten av äldre lån. Efter det byggs stocken ytterligare upp genom successiva emissioner.

Riksgäldskontoret har även en policy för att fasa ut lån som närmar sig förfall. När lånen understiger ett år byts de in mot statsskuldväxlar. Under 2002 erbjöd Riksgäldskontoret byten i lån 1033 mot statsskuldväxlar. Bytena genomfördes enligt samma principer som tidigare år, det vill säga mot en fjärdedel i vardera fyra växlar.

3.4.3 Elektronisk handel

Operativa riktlinjer

RGK skall bidra till att infrastrukturen i den svenska statspappersmarknaden moderniseras. Detta innebär en fortsatt utveckling mot elektronisk handel samt nya, säkrare metoder för clearing och avveckling.

Tre statsobligationer handlas i det elektroniska systemet för interbankhandel: två-, fem och tio-åringen. Fem- och tio-åringen handlades under 2002 med en premie på ca 1 räntepunkt relativt sitt teoretiska värde jämfört med övriga lån, vilket är mindre än under 2001 då premien var ca 2 respektive 5 räntepunkter. Eftersom Riksgäldskontoret i huvudsak har emitterat i dessa lån har det sannolikt inneburit en viss besparing.

Under 2002 har marknadsaktörer beslutat om att visa räntan för 10-åringen i realtid till hela marknaden vilket sannolikt kommer att förbättra genomlysningen på obligationsmarknaden.

3.4.4 Byten och uppköp i realobligationsmarknaden

Riksgäldskontoret har under året genomfört flera aktiviteter i marknadsvårdssyfte.

Uppköp och strukturella byten i auktionerna

RGK:s policy har varit att renodla den utestående stocken i syfte att skapa volym och likviditet i färre lån och med koncentration till kuponglånen. I detta syfte genomfördes under våren två uppköp där totalt 6,6 miljarder kronor i nominellt belopp av lån 3002 (0 %, 2004). Detta lån har kort återstående löptid och fått sämre likviditet i takt med att prisbildningen blivit allt mer volatil. I samma syfte erbjöds marknaden byten av lån 3001 (0 %, 2014) mot lån 3105 (3,5 %, 2015). RGK har dock inte för avsikt att återköpa nollkuponglånen helt och hållet.

Därtill har RGK genomfört ytterligare strukturella byten i syfte att bygga upp likviditeten i lån 3104 (3,5 %, 2028). I detta fall har lån 3102 (4 %, 2020) - trots att det är ett kuponglån - bytts mot lån 3104. Lån 3105 och 3104 nådde under våren tillfredsställande volymer varför behovet av vidare strukturella byten upphörde. Under hösten återgick auktionsverksamheten till rena emissioner.

Löpande bytesfacilitet

För att främja likviditeten i realobligationsmarknaden ges återförsäljarna, utöver RGK:s ordinarie auktionsverksamhet, möjlighet att löpande göra riskneutrala byten med RGK. Den maximalt tillåtna volymen är 100 miljoner kronor per dag och återförsäljare, och maximalt 250 miljoner kronor under en kalendervecka.

Under 2002 har RGK totalt köpt realobligationer för 1,9 miljarder kronor och sålt för 800 miljoner kronor i bytesfaciliteten. Jämfört med föregående år minskade omsättningen i bytesfaciliteten som allt mer har kommit att fylla en funktion av en sista utväg för återförsäljarna vilket kan ses som ett tecken på en viss mognad.

Marknadsundersökning

Riksgäldskontoret tog i början på år 2002 initiativ till en intervjuundersökning bland placerare i svenska realobligationer. Syftet var att bättre förstå de drivkrafter och eventuella hinder som påverkar efterfrågan på realobligationer från institutionella placerare. Med hjälp av en oberoende finanskonsult intervjuades investerare, förvaltare och placeringsrådgivare om vem och vad som styr investeringsbesluten. Resultatet av undersökningen visade på ett behov för RGK att öka kunskapen kring realobligationers egenskaper på olika nivåer inom förvaltningsorganisationerna. Av tradition har kontoret

diskuterat realobligationsmarknaden med dem som praktiskt förvaltar dessa instrument. Undersökningen visade att det fanns ett stort behov av att också föra en dialog kring realobligationer högre upp i organisationerna exempelvis på styrelsenivå där de strategiska besluten fattas om hur portföljerna skall förvaltas.

3.4.5 Marknadsvårdande repofaciliteter

Operativa riktlinjer

RGK skall understödja likviditeten i statspappersmarknaden genom att tillhandahålla repo- och bytesfaciliteter

För att minska risken för bristsituationer i statspapper har RGK en repofacilitet till återförsäljarna. Repofaciliteten gör det möjligt för återförsäljarna att låna statspapper. Räntenivån på dessa repor sätts utifrån Riksbankens reporänta.

Under 2002 gjorde RGK totalt 489 miljarder kronor i marknadsvårdande repor, vilket motsvarar 40 procent av RGK:s totala repor. Motsvarande siffror för 2001 var 103 miljarder kronor och 16 procent. Ökningen beror dels på att RGK haft färre antal dagar med lånebehov under året och dels på att det varit brist på statsskuldväxlar i marknaden under hösten.

Utökad repofacilitet i realränteobligationer

Under hösten utnyttjades repofaciliteten för realobligationer i högre grad än tidigare. RGK beslöt i oktober att utöka repofaciliteten beträffande marknadsvårdande repor i realränteobligationer. Därmed blev de erbjudna volymerna samma som för nominella obligationer. Syftet var främst att minska risken för bristsituationer. Då marknaden för realränteobligationer är mindre likvid är den för statsskuldväxlar och statsobligationer bibehölls de aningen mer förmånliga villkoren jämfört med nominella obligationer.

Reposwappar

RGK fick under året ett förslag från svenska fondhandlarföreningens penningmarknadsråd om att göra s.k. reposwappar i statsskuldväxlar med RGK som motpart. Reposwappar innebär att marknaden repar in en statsskuldväxel samtidigt som man repar ut en annan. Transaktionen innebär således i princip ett byte (swapp) av repor. Fördelen för RGK är att man på detta sätt kan tillgodose behovet av statsskuldväxlar utan att det påverkar upplånings- eller placeringsbehovet.

3.4.6 Information och kommunikation

Operativa riktlinjer

RGK skall i information och kommunikation med marknaden agera så konsekvent, förutsägbart och öppet som möjligt.

Riksgäldkontoret har fortsatt att utveckla rapporten "Statsupplåning – prognos och analys". Förutom prognoser för statens lånebehov och information om finansieringen har den även innehållit ett antal artiklar med centrala ämnen inom statsskultsförvaltning. Rapporten gavs ut tre gånger under 2002 och är nu en av RGK:s viktigaste informationskanaler.

Under 2002 arrangerade Riksgäldkontoret två seminarier för investerare och återförsäljare om "utveckling av realobligationsmarknaden" och "auktionsmetoder". Seminarierna var välbesökta.

3.4.7 Statspapper för alla

Operativa riktlinjer

Genom att öppna nya, säkra effektiva kanaler via Internet kan RGK nå nya investerarkategorier och minska beroendet av ett fåtal investerare

Riksgäldskontoret har under hösten 2002 öppnat auktionerna av statspapper även för mindre placerare. I ett första steg har placerarna getts tillträde till auktionerna av nominella statsobligationer. Under 2003 kommer verksamheten att utökas och även omfatta auktioner av statsskuldväxlar och realobligationer.

Den första auktionen som var öppen för statspappersförsäljning via Internet ägde rum den 18 september. Därefter har auktioner genomförts varannan onsdag, vilket blev totalt 7 auktionstillfällen under 2002. Under denna period har drygt 1000 personer och organisationer registrerat sig som kunder. Auktionerna under hösten resulterade i sammanlagt 228 bud och den totala budvolymen per auktionstillfälle blev 3 miljoner kr.

Försäljningen sker via Internet och minsta budvolym är 25 000 kr. Statspapperskunderna får den genomsnittsränta som sätts i auktionen, baserat på de räntor Riksgäldskontorets återförsäljare begär i sina bud. Vid varje auktionstillfälle reserveras en viss volym för försäljning till mindre investerare via Internet. Om budvolymen överstiger denna maxvolym reduceras inkomna bud proportionellt.

Vid auktionerna har RGK framförallt emitterat obligationer i löptiderna 2, 5 och 10 år. Riksgäldskontorets intryck är att intresset har varit större för kortare löptider.

Som målgrupp för försäljningen av statspapper via Internet ser Riksgäldskontoret privatpersoner samt mindre företag och organisationer. Dessa investerargrupper har genom Statspapper för alla fått tillgång till nominella statsobligationer på samma villkor som de större investerarna. De kan köpa de obligationer som auktioneras ut och få genomsnittsräntan i auktionerna utan avgifter. Intresset hos placerarna beräknas öka i takt med att sparformen blir mera känd samt genom att verksamheten utökas med statsskuldväxlar och realobligationer.

3.5 SÄRSKILD RAPPORT KRING MARKNADSVÅRD

Detta avsnitt är en sammanfattning av en rapport kring RGK:s marknadsvårdande insatser. I punktform kan innehållet sammanfattas på följande sätt:

- Riksgäldskontorets system med benchmarklån och återförsäljare följer väl etablerad praxis från andra utvecklade statspappersmarknader.

- Riksgäldskontorets marknadsvårdande repofacilitet utnyttjas betydligt oftare än motsvarande faciliteter i andra länder. Prissättningsstrukturen är också mer komplicerad i Sverige än i jämförelseländerna.
- Riksgäldskontoret anses vara ett av de mest öppna skuldkontoren i världen. Information från Riksgäldskontoret har blivit allt bättre sedan mitten av nittioalet.
- Riksgäldskontorets kontakter med investerare kan bli mer strukturerade.

Den fullständiga rapporten "Rapporten om Riksgäldskontorets marknadsvård", dnr 2003/307, har lämnats till regeringen i samband med denna årsredovisning.

3.5.1 Bakgrund

Riksgäldskontoret arbetar löpande med att vårda och utveckla den svenska statspappermarknaden. Genom olika åtgärder ämnade att *öka likviditeten* och *minska osäkerheten* i statspappersmarknaden bedömer Riksgäldskontoret att den allmänna räntenivån i Sverige blir lägre, vilket leder till lägre kostnader för statsskulden.

Regeringen och Riksrevisionsverket har i flera år efterlyst kvantitativa mått på hur stora kostnadsbesparingar marknadsvården leder till. Det går dock inte att svara på, eftersom man inte kan säga vad räntenivån skulle vara utan Riksgäldskontorets marknadsvårdsarbete. Riksgäldskontoret har därför föreslagit att man gör en kvalitativ utvärdering av marknadsvården och den svenska marknadens funktion sådan den sett ut under de senaste åren.

Resultat och slutsatser av Riksgäldskontorets utvärdering redovisas här i sammanfattning. I anslutning till att årsredovisningen avges kommer en utförligare rapport att distribueras, där viktiga delar i Riksgäldskontorets marknadsvård analyseras ytterligare.

3.5.2 Metod för utvärdering av Riksgäldskontorets marknadsvård

Utvärderingen av Riksgäldskontorets marknadsvårdsarbete baseras på två undersökningar: dels en enkät om marknadsvårdsarbete riktad till andra statliga låntagare, dels en intervjuundersökning med aktörer i den svenska statspappersmarknaden. Enkäten skickades till fem europeiska skuldförvaltare: Belgien, Danmark, Frankrike, Holland och Storbritannien. Detta urval är visserligen litet, men täcker ändå in både små och stora låntagare, samt länder som är med i respektive står utanför EMU.

De olika skuldförvaltarna fick svara på frågor om bl.a. repoaktiviteter och kommunikation mot marknaden. Frågorna återfinns i den särskilda rapporten. Intervjuundersökningen omfattade sammanlagt 16 personer från 12 institutioner. I gruppen ingick traditionella förvaltare, hedgefonder och internationella investmentbanker. Intervjuerna genomfördes kring ett antal frågeställningar, vilka också finns i den särskilda rapporten.

3.5.3 Riksgäldskontorets arbete för att öka likviditeten

Riksgäldskontorets åtgärder för att *öka likviditeten* i den svenska statspappersmarknaden har tre fundamentala delar: benchmarklån, återförsäljarsystem och repofaciliteter. Ett system med benchmarklån innebär att man koncentrerar länestocken till ett litet antal lån och därigenom ökar förutsättningarna för likvid andrahandsmarknad. Återförsäljare

fungerar i Sverige dels som intermediärer mellan Riksgäldskontoret och investerarna i auktioner, dels som prisställare i andrahandsmarknaden. Repofaciliteten bidrar slutligen till likviditet och prisbildning genom att den minskar risken för brist i vissa statspapper.

Benchmarklån

Riksgäldskontorets benchmarkfilosofi följer väl etablerad praxis från många länder. Särskilt bland mindre och medelstora låntagare är systemet med stora benchmarklån helt dominerande.

Riksgäldskontorets nominella obligationsstock är jämnt fördelad på nio benchmarklån med löptider mellan två och drygt tio år. Emissionerna koncentreras enligt ett vanligt internationellt mönster till lån med två, fem och tio års löptid. Den totala volymen fördelas med hänsyn till durationsmålets krav, förfallostrukturens utveckling och marknadens efterfrågan.

Även Riksgäldskontorets praxis för att introducera nya och fasa ut gamla lån får gott betyg: metoderna har använts i flera år, är väl beskrivna och fungerar bra.

Återförsäljarsystem

Även systemet med återförsäljare följer mönstret från andra länder: inom OECD är det bara Danmark som *inte* har återförsäljare. Att så många statspappersmarknader är organiserade med återförsäljare och marknadsgaranter beror förmodligen på att orderflödet i statspappershandel kännetecknas av större men mindre frekventa ordrar än i t.ex. aktiehandel. Därför behövs intermediärer som kan jämna ut skillnader mellan utbud och efterfrågan.

En annan uppgift för återförsäljarna är att hjälpa till att diversifiera investerarbasen. Ju mer heterogen investerarbasen är, desto större sannolikhet är det att det skall finnas motgående intressen, vilket ökar likviditeten i marknaden.

I intervjuundersökningen pekar flera investerare på att antalet återförsäljare i den svenska marknaden minskat kraftigt de senaste fem åren, från 13 till sju stycken, och att detta varit negativt för likviditeten. Sverige har också i ett internationellt perspektiv få återförsäljare. Länderna i enkätundersökningen har i genomsnitt 15 återförsäljare, varav två tredjedelar är utländska. Motsvarande siffror för Sverige är sju respektive en tredjedel. Delvis förklaras detta av att Sverige står utanför EMU och att svenska statspapper inte handlas i Euro MTS (det gemensamma handelssystemet för euroområdets statspapper).

Fler återförsäljare skulle vara positivt för likviditeten, förutsatt att de har tillgång till en annan investerarbas än de befintliga. Ur det perspektivet vore det bra att kunna lägga ytterligare utländska banker till gruppen av återförsäljare.

Samtidigt visar erfarenheten att utländska återförsäljare ofta har ett ganska sporadiskt engagemang i marknaden och bara bidrar marginellt till ökad likviditet, ett mönster som också funnits i t.ex. Danmark. Dessutom kan man notera att även om Riksgäldskontoret bara har en stor internationell investmentbank som återförsäljare (ABN Amro), så

fungerar flera andra som ett slags semi-återförsäljare utan att vara formellt bundna av återförsäljaravtal.

Marknadsvårdande repofacilitet

De intervjuade marknadsaktörerna anser överlag att den svenska repomarknaden under lång tid varit mycket bra och att Riksgäldskontorets repofaciliteter bidragit till detta.

Repomarknadens funktion har dock försämrats under det senaste året. En förklaring till detta är att flera stora innehavare av olika skäl inte deltar i repomarknaden (och därmed inte lånar ut sitt innehav). På kort sikt skulle Riksgäldskontoret kunna avhjälpa detta problem genom att utvidga repofaciliteterna. För marknadens långsiktiga utveckling är det dock viktigt att repomarknaden i normalfallet klarar sig utan Riksgäldskontorets inblandning. Riksgäldskontoret bör därför arbeta för att fler riktiga innehavare deltar i repomarknaden.

I jämförelse med andra länders marknadsvårdande repofaciliteter framstår den svenska som tämligen komplicerad. Repofaciliteten utnyttjas också betydligt oftare i Sverige än i något annat land, trots att prissättningen i Sverige inte är markant bättre än i andra länder (undantag England). Däremot erbjuder Riksgäldskontoret större volymer och har rent allmänt en positivare inställning till att delta i repomarknaden än vad som tycks vara fallet i andra länder.

En viktig skillnad mellan Sverige och övriga länder är också att statspappershandeln i Sverige till största delen sker i avistaledet, eftersom futuresmarknad saknas. Det ökar behovet av repor (nödvändigt för att kunna ta korta positioner) och kan antas leda till att emittentens repofaciliteter utnyttjas mer frekvent.

Tabell 3.9 Marknadsvårdande repor i långa nominella obligationer

	Belgien	Danmark	Holland	Frankrike	Storbritannien	Sverige
Pris (bps under reporänta)	25	50	25	10-200	360	60
Antal / år	30	85	<10	1	15	300
Volym som andel av nominell obligationsstock	0,5%	3,8%	0,1%	0%	1,7%	10%

Källa: Enkät svar, egen bearbetning

Det är inte givet att Riksgäldskontoret bör sträva efter att minska omfattningen av de marknadsvårdande reporna, till en nivå mer i linje med länderna ovan. Riksgäldskontorets repofacilitet kan tvärtom vara en viktig förklaring till att den svenska statspappersmarknaden är så likvid som den är, trots att den är relativt liten. Förmodligen vore det dock bra att se över och förenkla prissättningsstrukturen, framför allt för att få mer transparent system, men också för att förenkla administrationen kring reporna.

3.5.4 Riksgäldskontorets arbete för att minska osäkerheten

Vid sidan av insatserna för ökad likviditet arbetar Riksgäldskontoret också aktivt för att *stärka förtroendet* för och *minska osäkerheten* i den svenska statspappersmarknaden. Detta arbete handlar mycket om information och kommunikation.

Emissionsplaner

Riksgäldskontorets framförhållning och information i fråga om emissionsplaner ligger väl i linje andra länders. Prognoser för lånebehovet och implikationer för upplåningen presenteras tre gånger per år med som längst 18 månaders horisont. Vilka lån som skall emitteras och hur mycket som emitteras vid varje auktion anges med god framförhållning.

En möjlig förbättring är att på ett tidigare stadium ange en ungefärlig fördelning av emissionsvolymerna på olika löptider (lån). I dag görs det endast indirekt genom att emissionerna skall utformas så att durationsmålet uppnås. Men eftersom durationsmålet är uttryckt för hela kronskulden, inklusive swappar och kort upplåning, är det svårt för marknadsaktörerna att härleda en löptidsfördelning ur detta. Marknaden efterfrågar inte spontant mer exakt information på denna punkt, men på direkt fråga säger många att behovet ökar när emissionsvolymerna blir större.

En annan möjlig förändring är att ange exakta villkor för auktioner för auktionen en månad i förväg i stället för som idag en vecka. Det skulle på marginalen öka förutsägbarheten, men man skall också notera att Riksgäldskontoret redan med en vecka har lika lång eller längre framförhållning som alla länder i enkätundersökningen. Innan man genomför någon av dessa förändringar måste man även utreda eventuella konsekvenser av den mindre flexibilitet i låneplaneringen som de medför.

Kommunikation med marknaden

Riksgäldskontoret anses vara ett av de mest öppna skuldkontoren i världen, vilket sannolikt hänger samman med att många viktiga policydokument är offentliga handlingar.

Riksgäldskontorets tertialskrift, Statsupplåning – prognos och analys, får gott betyg och är en bra kanal för att förklara hur Riksgäldskontoret tänker och vad som styr upplåningen. Tertialrapporten fyller en lucka Riksgäldskontoret haft där en del andra länder, t.ex. Storbritannien och Danmark, haft fylligare årsredovisningar riktade till marknadsaktörerna.

Riksgäldskontorets hemsida anses också vara välfylld, men något svår att söka på.

Uppfattningen i marknaden är att Riksgäldskontoret under de senaste åren blivit mer medvetet om kommunikationens betydelse och lyckas väl med ambitionen att vara konsekvent och transparent. En marknadsaktör karakteriserar utvecklingen i Riksgäldskontorets kommunikationspolicy som en resa "..från ECB till Fed".

Information från Riksgäldskontoret skapar sällan volatilitet i marknaden. Frånsett en viss förvirring i samband med Telia-utförsäljningen, då många anser att kontoret borde ha väntat tills man var säker på att ge ett korrekt och slutgiltigt besked om uppköpen, finns framförs inga klagomål.

De seminarier som kontoret ordnat kring auktionsmetoder och realobligationer har också varit uppskattade.

Direkta kontakter med investerare

I jämförelse med ett par andra länder är Riksgäldskontorets investerarkontakter något mindre strukturerade. Till exempel har England ett väl etablerat system, med kvartalsvisa möten. Engelsmännen arbetar också med skriftliga s.k. consultation papers inför större förändringar.

Riksgäldskontoret träffar återförsäljare minst en gång per år. På samma sätt skulle man också kunna träffa stora investerare bilateralt årligen. Även consultation papers kan övervägas. En nackdel med dessa är dock att man som emittent kan känna sig alltför bunden av (det skriftliga) resultatet.

En kanske mer intressant möjlighet är att man i stället utvecklar verksamheten med seminarier kring olika frågor. Denna idé har fått positiv kritik av personerna i intervjuundersökningen – ”man träffas när man har något viktigt att diskutera”.

Allmänt intryck av Riksgäldskontoret

Riksgäldskontoret uppfattas allmänt som lyhört och marknadstillvänt. Riksgäldskontoret är alltid berett att lyssna, men går inte alltid på marknadens önskemål, vilket upplevs som bra. I och med rörligheten mellan privat och statlig sektor i Sverige finns goda personliga kontakter mellan Riksgäldskontorets tjänstemän och personer i marknaden.

Ett par aktörer tycker att Riksgäldskontoret varit för snara att anpassa sig och hjälpa marknaden att hantera mindre störningar i utbud och efterfrågan, och efterlyser en rakare linje med färre ad hoc-insatser. Även realobligationsmarknaden anses av vissa ha varit för mycket av experimentverkstad. Flertalet aktörer tycker dock att Riksgäldskontorets insatser är värdefulla och nödvändiga – ”man vet att Riksgäldskontoret inte lämnar marknaden åt sitt öde”.

Ett förslag från en av marknadsaktörerna är att inrätta ett råd för statspappersmarknaden med representanter för Riksgäldskontoret, Stockholmsbörsen, återförsäljare och investerare, och diskutera frågor av gemensamt intresse. Riksgäldskontoret har tidigare gjort försök med denna typ av råd, dock med svagt resultat. En risk med råd av detta slag är att det inte finns så mycket gemensamma frågor att diskutera och att det därför blir ett forum för särintressen.

Ett alternativ kan vara att utveckla formen med seminarier, dit man kan bjuda in myndigheter och representanter för olika delar av marknaden och diskutera specifika frågor.

Marknadens infrastruktur

En sista byggsten i marknadsvård handlar om att utveckla marknadens infrastruktur. Ofta hänger detta samman med teknisk utveckling.

Riksgäldskontoret har liksom många andra statliga låntagare varit en drivande kraft i införandet av ett elektroniskt handelssystem för statspapper. Förutom att det innebär ett effektivare sätt att handla statspapper, medför det också möjligheter att sprida

informationen om priser i interbankmarknaden till en större krets, vilket är liktydigt med ökad transparens.

Auktionssystemet är sedan nästan tio år tillbaka automatiserat, vilket innebär en snabb, effektiv och säker auktionsprocess.

Systemet för clearing och avveckling dras med smärre brister jämfört med europeiska motsvarigheter. Riksgäldskontoret deltar i viss utsträckning i arbetet med hur ett nytt system skall utformas, och har en uttalad ambition att bistå marknaden så långt det går för att minimera risker i clearing- och avvecklingssystemen.

3.6 LIKVIDITETSHANTERING

Statens betalningsflöden fluktuerar från dag till dag vilket medför att Riksgäldskontoret löpande måste hantera underskotts- eller överskottslikviditet. Likviditeten under en månad följer i regel ett mönster med överskottslikviditet ett par dagar i mitten av månaden i samband med skatteinbetalningar. Saldot återgår till underskottslikviditet samma dag som månadens statsskuldväxel förfaller. Det är underskott ca 70 procent av dagarna.

3.6.1 Kortsiktig upplåning och placering

Vid överskottslikviditet placerar RGK detta på repo- och depositmarknaden. Vissa månader är överskottet större under en längre period och vid dessa tillfällen har RGK köpt upp utestående statsskuldväxlar och certifikat utgivna av bostadsinstitut. Vid några tillfällen har överskott växlats till utländsk valuta och placerats på depositmarknaden. Under 2002 började RGK med att emittera en och två månaders växlar on-tap. Samtidigt fortsatte RGK med att emittera växlar med kort skräddarsydd löptid, s.k. likviditetsväxlar. Under året emitterades on-tapväxlar och likviditetsväxlar till ett nominellt värde av 155 miljarder kronor. Den genomsnittliga utestående volymen av likviditetsväxlar var 1,2 miljarder kronor, motsvarande siffra för 2001 var 2,6 miljarder kronor. Ett skäl till den minskade volymen är färre antal dagar med lånebehov. Den genomsnittliga upplåningskostnaden för on-tapväxlar och likviditetsväxlar var marginellt lägre än kostnaden för dagslån. Normalt är kostnaden för att emittera växlar on-tap marginellt högre. Höstens brist på statsskuldväxlar gjorde dock att RGK hade möjlighet att emittera på nivåer under dagslåneräntan.

Underskottet var i genomsnitt ca 14 miljarder kronor för dagar med underskott. I genomsnitt finansierades ca 55 procent via depositmarknaden, ca 40 procent via repomarknaden och resten via emission av on-tapväxlar och likviditetsväxlar.

3.6.2 Resultat och utvärdering

Upplåning via depositmarknaden sker i regel på dagslånebasis till en ränta som motsvarar Riksbankens reporänta. Finansiering via repomarknaden är en förhållandevis billig upplåningsform eftersom RGK repar ut statspapper på en nivå som ligger 15 räntepunkter eller mer under Riksbankens reporänta. Kostnadsbesparingen via upplåning på repomarknaden uppgick under 2002 till 34 miljoner kronor, vilket är 23 miljoner kronor mer än året innan. Ökningen beror främst på att en större volym finansierades via

repor och att andelen marknadsvärdande repor ökade. Eftersom marknadsvärdande repor görs till en ränta som är betydligt lägre.

3.6.3 Valutaväxlingar

I Regeringens riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2002 står att Riksgäldskontoret får växla kronor mot utländsk valuta med andra än Riksbanken fr.o.m. juli 2002. Som motiv för att Riksgäldskontoret gavs möjlighet att växla direkt med andra motparter än Riksbanken angavs att det tidigare systemet inte var anpassat för att aktivt hantera amorteringarna på valutaskulden. Det nya systemet skall, enligt regeringen präglas av förutsägbarhet, tydlighet och transparens. Ändrade rutiner för växlingarna har inneburit ökade förutsättningar för att uppnå målet för skuldförvaltningen och bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.

Under våren arbetades riktlinjer för verksamheten fram och avtal slöts med Nordea och Postgirot Bank om valutakonton. Dessa konton ersatte dem som RGK tidigare hade hos Riksbanken.

De underliggande betalningarna från valutaupplåning, förfall, räntebetalningar m.m. var ojämnt fördelade över året. Främst gällde detta förfallande valutalån som var koncentrerade till juni, augusti och december. I riktlinjebeslutet står att nettoväxlingarna ska vara jämnt fördelade över tiden. För att uppnå detta har RGK använt sig av både avista och terminsmarknaden. Valuta har köpts in på termin för att täcka framtida förfall. Alternativt har valuta köpts in avista och sålts på termin.

Genom att fördela växlingarna jämnt reduceras risken för att växelkursen är oförmånlig vid betalningstillfället. Samtidigt krävs en viss flexibilitet för att inte skapa onödiga transaktionskostnader. Riksgäldskontoret har definierat en resultatmässigt neutral nettoväxlingsbana med ett av styrelsen fastställt flexibilitetsintervall på ± 500 miljoner kronor per månad. I den operativa förvaltningen har mandatet begränsats till ± 400 miljoner kronor.

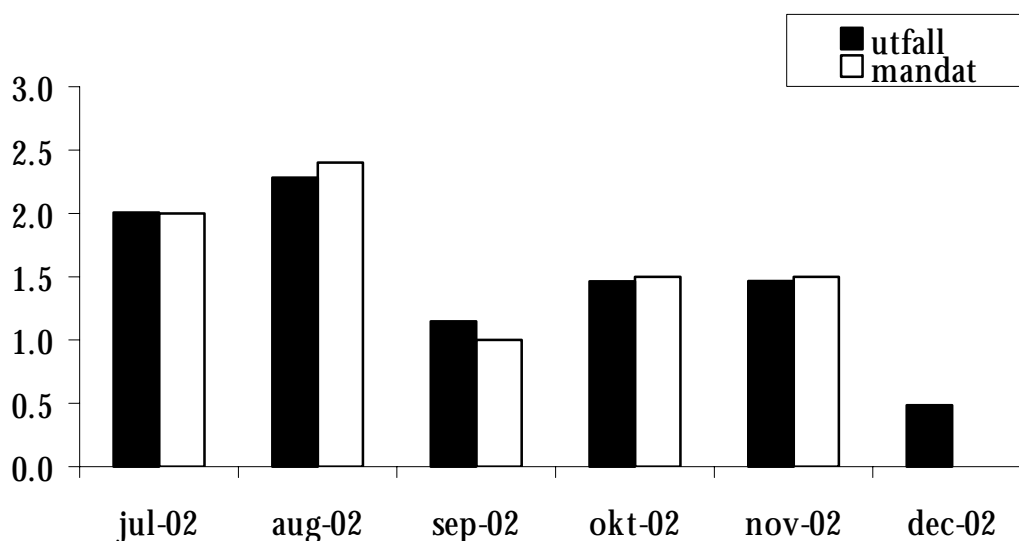
Vid varje månads början har återstående nettoväxlingsbehov under året prognostiserats. Från denna prognos har nettoväxlingsbehovet per månad beräknats. Förändringar av växelkurser och räntor påverkar bl.a. realiserade kursvinster resp. – förluster. Det betyder att utfallen av t.ex. förfall i kronor och betalningar för att uppfylla krav på säkerheter (flöden som uppstår till följd av CSA-avtal) avviker från prognoserna. Sådana skillnader mellan prognos och utfall påverkar i sin tur prognosen för återstående valutaupplåning. Den resultatneutrala banan blir därmed i efterhand inte en sekvens av samma nettoväxlingar varje månad. Däremot är banan en sekvens av den vid varje tidpunkt bästa möjliga bedömningen av de nettoväxlingar som vid beräkningstillfället ger en helt jämn bana.

Under 2002 gjordes i princip ingen amortering på valutaskulden. De lån som förföll täcktes av olika typer av valutaupplåning. Nettoflödena under 2002, dvs. nettot av alla in- och utflöden, blev därmed lika med räntebetalningarna. Dessa beräknades till ca 20 miljarder kronor för hela året, vilket blir 1,6 miljarder per månad.

I oktober överfördes behållning på kontona i Riksbanken till RGK. Tillgångarna hade använts som buffert för CSA-relaterade betalningar. Dessa hade inte ingått i prognoserna men redan när beslutet om överföringen togs i september reviderades riktvärdet för nettoväxlingarna ned. Under december månad blir riktvärdet lika med det återstående nettoväxlingbehovet under året eftersom det bara återstår en månad av kalenderåret. Månaden blir således en residual.

Resultat

Diagram 3.8 Riktvärde och utfall för nettoväxlingarna 2002



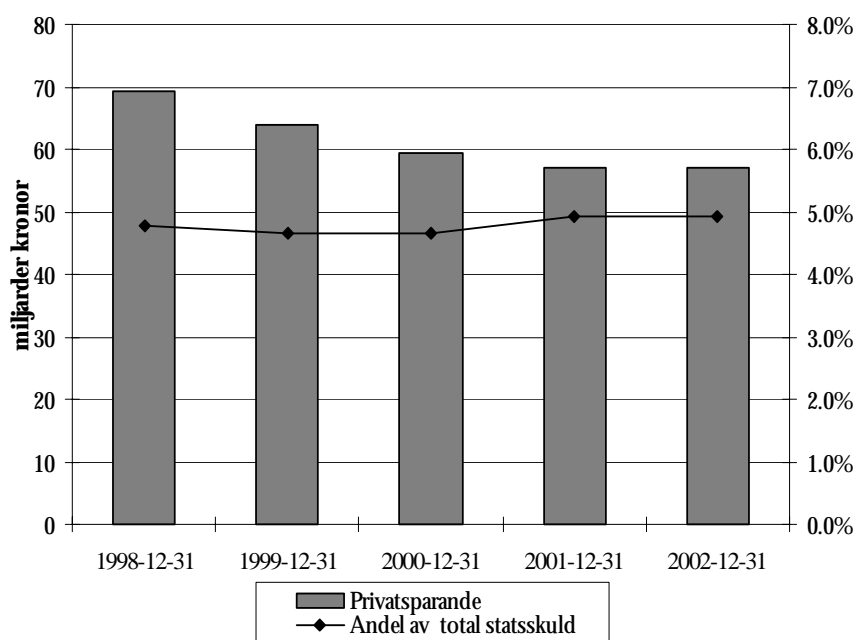
Den flexibilitet som finns kring riktvärdet för nettoväxlingarna har utnyttjats endast i marginell omfattning. I efterhand kan konstateras att riktvärdet har ändrats något från månad till månad. Förändringen mellan augusti och september berodde främst på överföringen från Riksbanken av inestående behållning på CSA-konton. Andra orsaker är svårtprognostiserade ränte- och valutakursrörelser som påverkat storleken på förfallande lån uttryckt i kronor samt CSA-relaterade valutaflöden. Hanteringen av valutaväxlingarna har fungerat väl och så vitt RGK erfarit helt utan störningar i marknaden.

3.7 UPPLÅNING FRÅN HUSHÅLLEN

Upplåningen på hushållsmarknaden skall uppnå största möjliga kostnadsbesparing i förhållande till RGK:s alternativa upplåningsformer på kapitalmarknaden. Målet avser såväl hushållsupplåningen totalt och i rimlig omfattning varje enskilt låneinstrument.

3.7.1 Verksamheten och marknadsutveckling

Lån från hushållen och andra mindre placerare uppgick till totalt 57,1 miljarder kronor vid utgången av 2002, vilket var samma nivå som föregående år. Hushållsupplåningens andel av den totala statsskulden var 4,9 procent, vilket är oförändrat jämfört med 2001.

Diagram 3.9 Hushållsupplåningens andel av statsskulden

Premieobligationer

Två nya lån av premieobligationer emitterades under 2002. Under våren såldes lån 2002:1 i samband med att 1995 års båda lån förföll och under hösten såldes lån 2002:2 i samband med förfall av 1999:2. Sammanlagt uppnådde dessa lån en volym om 6 miljarder kronor. Eftersom förfallen under 2002 uppgick till 9,2 miljarder kronor minskade den totala utestående stocken av premieobligationer med 3,2 miljarder kronor. Marknadsföringen av premieobligationerna har fortsatt koncentreras på att marknadsföra dessa som en sparprodukt. Riksgäldskontoret som avsändare har tydliggjorts. Riksgäldskontorets försäljning som andel av den totala försäljningen har i genomsnitt varit ca 50 procent under 2002, vilken är en kraftig ökning jämfört med föregående år. Anledningen är delvis att alla fysiska premielån nu förfallit och kunderna behöver inte längre gå till banken för att lösa in sina gamla premieobligationer. Riksgäldskontorets försäljning minskar RGK:s kostnader jämfört med försäljning via återförsäljare, eftersom provisionskostnaderna då minskar.

Riksgäldspar

Riksgäldspar utan tidsgräns har ökat kraftigt även under 2002. Stocken uppgick vid årsskiftet till 7,2 miljarder kronor. Det är en ökning med 76 procent jämfört med 2001. Ökning av den totala stocken för Riksgäldspar, uppgick till 3,9 miljarder. Kundstocken ökade under samma period med 24 500 kunder. Medelbehållningen på Riksgäldspar utan tidsgräns var ca 146 000 kronor.

Volymerna inom de övriga produkterna i ÅrsSpar ökade endast marginellt under året. Volymen i MånadsSpar ökade dock med 73 procent under året, från 326 miljoner kronor

till 563 miljoner kronor. Den reala upplåningen inom RiksgäldsSpar minskade med 71,9 miljoner kronor under 2002 och uppgick därmed till totalt 964 miljoner kronor. Minskningen beror på att de första reala femåriga placeringarna förföll under november och december. Den totala volymen i RiksgäldsSpar uppgick vid årsskiftet till ca 15,6 miljarder kronor. Vid föregående årsskifte var volymen ca 11,7 miljarder kronor.

Realobligationer

Riksgäldskontorets direktförsäljning av realobligationer uppgick under 2002 till 19,5 miljoner kronor, vilket var något mindre än under 2001 då försäljningen var ca 25 miljoner kronor. Upplåningen i de SOX-noterade realobligationerna uppgick till ca 229 miljoner kronor vid utgången av året.

Statspapper

Under hösten har RGK introducerat Statspapper för alla. Det innebär att även privatpersoner kan lägga bud via internet i auktionerna för nominella statsobligationer. Tilldelningen har skett till genomsnittsräntan i auktionen. För att få vara med och lägga bud krävs att man först registrerar sig som internetkund. Sammanfattningsvis har Riksgäldskontoret fått ca 1000 registrerade kunder som sammanlagt lagt ca 230 bud.¹

Riksgäldskonto

Riksgäldskonto, för vilket ingen nyförsäljning ägt rum sedan november 1997, minskade med 0,5 miljarder kronor. Den kvarvarande utestående volymen vid utgången av 2002 var därmed 0,6 miljarder kronor.

Marknadsföring

Under året fortsatte RGK marknadsföringen för att sprida kännedom om Riksgäldskontoret som aktör på sparandemarknaden. Undersökningar visar att Riksgäldskontoret har hög trovärdighet och att allt fler känner till RGK:s sparprodukter. Den dominerande kanalen för försäljning och bokningar av RiksgäldsSpar är fortfarande telefon. Internet har vuxit i betydelse både avseende kontakter med kunder och som försäljningskanal. En utökad automatisering av rutinerna med kunderna innebär att kostnaderna för transaktionerna kan minskas.

3.7.2 Resultat och utvärdering

För att ange Riksgäldskontorets marknadsandel på sparmarknaden krävs en lämplig definition av marknaden. RGK har i likhet med förra året valt en bred definition där samtliga räntebärande sparalternativ ingår (inlåning på bankkonton, räntefonder och privatobligationer). Med denna definition uppgick den totala räntesparmarknaden till ca 709 miljarder kronor den 30 september 2002.

Totalt sett har sparandet i räntebärande alternativ ökat jämfört med förra året. Bankinlåningen och sparandet i räntefonder svarar för huvuddelen av ökningen. Även sparandet i obligationer har ökat men marginellt. Riksgäldskontorets andel av sparmarknaden för ränteplaceringar var 8,1 procent. Vid samma tidpunkt 2001 uppgick

¹ En utförligare beskrivning av Statspapper för alla finns i kapitel 3.4.7.

räntesparmarknaden till 655 miljarder kronor, varav Riksgäldskontorets andel var ca 8,2 procent. Marknadsandelen har således minskat marginellt.

Tabell 3.10 Besparing genom upplåning från hushållen jämfört med motsvarande upplåning med löptid på penning- och obligationsmarknaden, miljoner kronor.

	1998	1999	2000	2001	2002
AllemansSpar ¹	34	-	-	-	-
Premieobligationer ^{2, 3}	123	136	271	287	317
Riksgäldskonto ²	2	3	3	2	-
RiksgäldsSpar ²	-27	5	5	10	10
Summa besparing	132	144	279	299	327

¹ Jämfört med kort upplåning

² Jämfört med nollkupongräntestrukturen

³ Avser premielån emitterade från och med 1996

I tabell 3.10 ovan framgår att resultatet av den sammanlagda hushållsupplåningen för 2002 uppgick till en besparing om ca 327 miljoner kronor jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden. Största delen av årets resultat kan hänföras till premieobligationerna. Resultatet för RiksgäldsSpar uppgick till en besparing på 10 miljoner kronor, vilket är oförändrat jämfört med 2001. Hushållsupplåningen uppnådde under 2002 målet att i sin helhet och per låneinstrument uppnå kostnadsbesparingar för Riksgäldskontoret. För femårsperioden 1998 till 2002 uppgick det sammanlagda resultatet för hushållsupplåningen till ca 1,2 miljarder kronor.

3.8 FÖRVALTNING AV SKULDEN I UTLÄNDSK VALUTA

Valutafördelningen och ränterisken i valutaskulden avspeglas i riktmärket (se avsnitt 3.2.5). Utöver detta har RGK möjlighet att inom väl definierade ramar bedriva en aktiv förvaltning av skulden. För att diversifiera förvaltningen samt för att få en uppfattning om hur effektiv den egna förvaltningen är görs jämförelser med fem externa förvaltare. Dessa bedriver förvaltning med samma mandat som RGK men på mindre belopp.

3.8.1 Verksamhet och resultatutvärdering 2002

RGK:s totala aktiva förvaltning under 2002 uppvisade ett positivt resultat på 434 miljoner kronor motsvarande 0,11 procent av valutaskuldens genomsnittliga värde under året. Det totala resultatet fördelar sig på 392 miljoner kronor för den egna förvaltningen och 42 miljoner kronor för den externa förvaltningen.

Resultat för Riksgäldskontorets förvaltning

Det positiva resultatet kommer från de positioner som ingåtts på valutamarknaderna. De positioner som ingåtts på räntemarknaderna har under året gett upphov till ett svagt negativt resultat. Den av styrelsen beslutade långsiktiga dollarpositionen har under året utvecklats mycket positivt.

Valutapositioner

Förvaltningens huvudstrategi på valutasidan har under året varit att positionera sig för en starkare euro mot framförallt dollar, schweizerfrancs och yen. Dessa positioner, i synnerhet euro/dollar, gav under andra och fjärde kvartalet upphov till huvuddelen av årets vinster. På grund av den långsiktiga, strategiska dollarpositionen beslutad av styrelsen (se nedan), har dock RGK i den aktiva förvaltningen under året inte ingått positioner i dollar av den omfattning som annars varit naturligt. En annan framgångsrik strategi på valutasidan har under året varit att dra nytta av den norska kronans förstärkning.

Räntepositioner

De huvudsakliga strategierna på räntesidan har varit positioner för lägre europeiska räntor samt att amerikanska räntor åter ska komma upp över europeiska. Den förstnämnda positionen har under året varit framgångsrik medan den sistnämnda gett upphov till ett negativt resultat. RGK har under hösten varit framgångsrik i att dra nytta av den höga volatiliteten på dollarmarknaden.

Resultat för externa förvaltare

För att sprida riskerna i förvaltningen samt för att få en måttstock på graden av måluppfyllelse i RGK:s aktiva förvaltning av valutaskulden anlitar RGK sedan 1992/93 externa förvaltare. De externa förvaltare tjänar också som en viktig informationskälla för den interna förvaltningen. Under året har RGK anlitat fem externa förvaltare. Dessa är Pimco Asset Management, State Street Global Advisors, ABN Amro, Fischer Francis Trees and Watts samt Credit Suisse Asset Management. Förvaltarens referensportföljer uppgår till totalt 30 miljarder kronor. Det genomsnittliga resultatet för de externa förvaltare på 0,13 procent av det genomsnittliga förvaltrade skuldvärdet under året ligger mycket nära RGK:s eget resultat. Spridningen mellan förvaltare var ganska stor med – 0,46 procent som sämsta resultat och 0,49 procent som bästa resultat.

I likhet med RGK visar de externa förvaltare upp ett positivt resultat på valutasiden medan bilden på räntesidan är mer splittrad. De positiva valutaresultaten kan framför allt härledas till stora positioner för en starkare euro mot dollar. På räntesidan har de förvaltare som har klarat sig bra varit positionerade för fallande räntor under större delen av året.

Styrelsens strategiska dollarposition

Den av styrelsen beslutade långsiktiga dollarpositionen på hela sex procentenheter av valutaskulden ingicks i slutet på december 2000 till en genomsnittlig EUR/USD-kurs på 0,8970. Under år 2002 har euron stärkts kraftigt mot dollarn och positionens värde har stigit kraftigt. Vid två tillfällen under året, i juni och i december, stängdes sammanlagt en procentenhet av den ursprungliga positionen till en kurs på 0,9920 respektive 1,0154 med en realiserad vinst på uppskattningsvis 450 miljoner kronor. Det orealiserade värdet på den kvarstående positionen på fem procentenheter uppgick vid årsskiftet till ca 3 miljarder kronor.

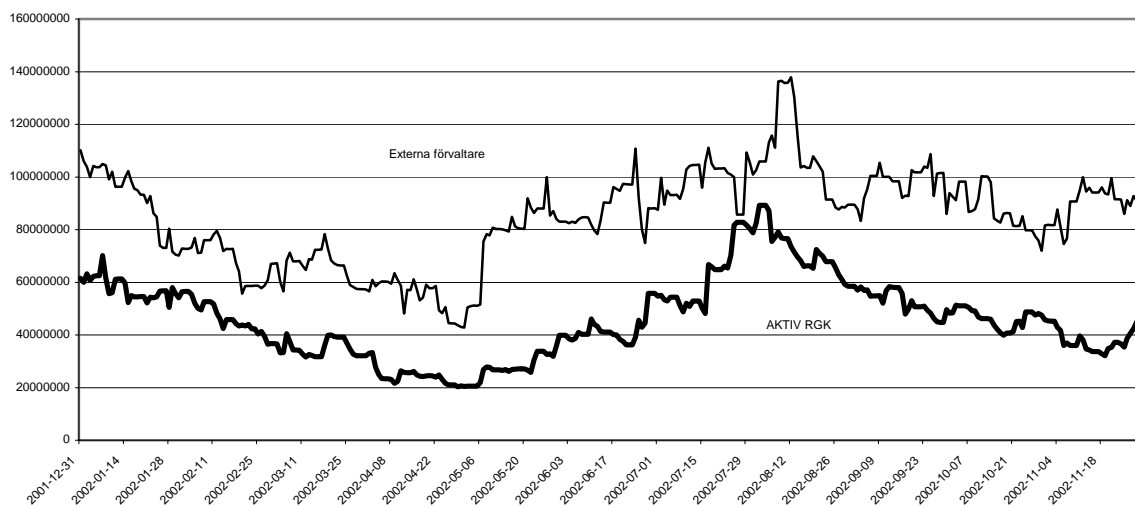
3.8.2 Riskhantering i valutaskulden

Den aktiva förvaltningen av valutaskulden bedrivs i syfte att sänka kostnaderna relativt en passivt förvaltnad skuld. De tekniker för riskhantering som används är i princip samma som används av andra finansiella aktörer.

Fastställda limiter reglerar hur stora positioner som RGK får ta i valuta- respektive ränterisk relativt valutaskuldens riktmärken. Utöver de limiter som finns relativt riktmärket beräknas marknadsrisken löpande med s.k. Value at Risk. Value at Risk beräknas utifrån historiska data och är ett mått på den förlust en given portfölj förväntas göra under en given period och med en viss sannolikhet. Erfarenheterna av denna teknik har varit goda och systemstödet har gradvis utvecklats varför RGK:s styrelse under hösten 2002 beslutade att VaR ska vara den huvudsakliga tekniken för att styra och följa upp marknadsrisken i den aktiva skuldförvaltningen. Exponeringslimiterna finns kvar som komplement till VaR-limiterna.

Under 2002 har den aktiva skuldförvaltningens VaR, med 95 procents säkerhet, i genomsnitt varit 47 miljoner kronor per dag, dvs. i genomsnitt översteg inte den förväntade dagliga förlusten 47 miljoner kronor i 95 procent av fallen. Detta motsvarar ca 0,012 procent av valutaskulden och är något lägre än motsvarande siffra förra året. Den högsta förväntade risken var 92 miljoner kronor och den lägsta 22 miljoner kronor.

Diagram 3.10 Value-at-Risk i miljoner kronor, en dags placeringshorisont, 95 procentigt konfidensintervall.



3.8.3 Resultat och utvärdering 1998-2002

Det senaste årets resultat har pekat på de positiva diversifierings- och resultat effekter möjligheten till fristående valutapositioner har i internationell skuldförvaltning. Under 2002 har valutapositioner givit ett positivt resultat tillskott på en knapp halv miljard medan räntepositioner har uppvisat ett svagt minusresultat.

Den senaste femårsperioden har burit med sig ett svagt negativt förvaltningsresultat på 258 miljoner kronor. Under denna period kan all överavkastning hänföras till räntepositioner.

Sedan RGK började förvalta valutaskulden aktivt har RGK uppnått en kostnadsbesparing på 10,6 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 1,4 procent av periodens ackumulerade räntekostnad för den totala statsskulden. Hela denna vinst kan hänföras till den första femårsperioden då resultatet uppgick till 11,0 miljarder kronor. Det är framför allt RGK:s räntepositioner som kan förklara överavkastningen under denna period, men även valutapositionerna uppvisar ett positivt resultat för perioden.

Tabell 3.10 Resultat av förvaltning av skulden i utländsk valuta

	1998	1999	2000	2001	2002	Hela perioden
<i>Resultat i miljoner kronor</i>						
Total förvaltning	541	-546	-584	-103	434	-258
Riksgäldskontoret	570	-506	-604	-78	392	-226
Varav:						
Räntepositioner	611	65	110	83	-78	791
Valutapositioner	-41	-571	-714	-161	470	-1 017
Externa förvaltare	-29	-40	20	-25	42	-32
<i>Resultat i procent</i>						
Riksgäldskontoret	0.12	-0.12	-0.16	-0.02	0.11	-0.07
Externa förvaltare	-0.16	-0.33	0.17	-0.12	0.14	-0.30
<i>Risk¹</i>						
Riksgäldskontoret	0.28	0.10	0.28	0.12	0.11	0.18 ²
Externa förvaltare	0.43	0.22	0.23	0.21	0.24	0.27 ²

¹ Årlig standardavvikelse beräknad på månadsdata

² genomsnittlig årlig standardavvikelse

Finansdepartementet

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 16 april 2003

Närvarande: statsrådet Ulvskog, ordförande, och statsråden Sahlin, Pagrotsky, Östros, Engqvist, Lövdén, Ringholm, Bodström, H. Karlsson, Lund, Andnor, Nuder, Hallengren, Björklund

Föredragande: statsrådet Lund

Regeringen beslutar skrivelse 2002/03:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 1998 – 2002