

Regeringens skrivelse

1999/2000:104

Utvärdering av statsskuldens upplåning och förvaltning 1994/95–1999

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 19 april 2000

Lena Hjelm-Wallén

Bosse Ringholm
(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 utvärderas regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning år 1999 och Riksgäldskontorets skuldförvaltning under budgetåren 1994/95–1999. Utvärderingen är den första som fullt ut speglar den målformulering och ansvarsfördelning som gäller från den 1 januari 1999 och som lades fast av riksdagen våren 1998. Utvärderingen av statsskuldspolitiken genomförs på tre nivåer: regeringens riktlinjebeslut, Riksgäldskontorets genomförande av riktlinjerna i form av riktmärkesportföljer för den nominella skulden samt den operativa förvaltningen jämfört med dessa riktmärken.

Regeringens riktlinjebeslut för år 1999 var det första inom ramen för den nya beslutsstrukturen för statsskuldspolitiken. Riktlinjebeslutet innebär i princip oförändrad statsskuldspolitik mot bakgrund av det ännu relativt outvecklade analysunderlaget. Det saknas därmed även underlag för en djupare utvärdering av regeringens beslut. Regeringen finner inga skäl för att beslutet borde ha utformats annorlunda.

Regeringen har utvärderat Riksgäldskontorets beslut om riktmärkesportföljer för den nominella kron- och valutaskulden för år 1999. Detta har gjorts genom att jämföra de av Riksgäldskontoret valda riktmärkena som har olika löptid för kron- respektive valutaskulden med en portfölj med samma löptid för bägge skuldslagen. De valda riktmärkena har visat sig minst lika effektiva i kostnads- och risktermer som jämförelseportföljen.

Riksgäldskontoret redovisar ett blandat kvantitativt resultat i förvaltningen av de olika skuldslagen jämfört med uppsatta mål under år 1999. Det sammanlagda resultatet i förvaltningen av den nominella kron- och valutaskulden under femårsperioden är sammantaget negativt och uppgår till drygt -11 miljarder kronor. Riksgäldskontoret har därmed inte uppfyllt det av regeringen uppsatta kvantitativa målet.

Det negativa resultatet beror i huvudsak på förvaltningen av den nominella kronupplåningen under den första delen av utvärderingsperioden. Det samlade resultatet för femårsperioden uppgår till ca -15 miljarder kronor eller 0,27 procent av den samlade skulden. Huvuddelen av förlusten uppstod budgetåret 1995/96. Kostnaden orsakades av att löptiden i den faktiska kronskulden förlängdes för att minska statens risk i en turbulent marknadssituation. Detta gjordes innan löptiden i riktmärket för samma skuld förlängdes. I och med att räntenivån föll under år 1996 uppstod en förlust i marknadsvärderingen gentemot riktmärket. I föregående års skrivelse konstaterades att resultateffekten uteblivit om riktmärket hade förlängts i ett tidigare skede. Under samma period har förvaltningen av valutaskulden medfört en besparing i förhållande till riktmärkesportföljen på sammanlagt ca 3,6 miljarder kronor, eller ca 0,8 procent av den genomsnittliga skulden under perioden.

Upplåningen i realobligationer har uppfyllt uppställda mål. Gentemot vad motsvarande upplåning i nominella obligationer gav under den senaste femårsperioden beräknas upplåningen ha inneburit kostnadsbesparingar på sammanlagt 6,8 miljarder kronor.

Hushållsupplåningen gav under en fyraårig utvärderingsperiod ett positivt resultat på drygt 0,7 miljarder kronor vilket innebär att målet uppfyllts. Däremot har ett positivt resultat inte uppnåtts för samtliga instrument under perioden.

Regeringen finner i sin sammantagna bedömning att Riksgäldskontorets förvaltning bedrivits i enlighet med det i lag uppsatta effektmålet för statskuldspolitiken dvs. att långsiktigt minimera kostnaden för skulden samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

1	Inledning.....	4
2	Utvecklingen av lånebehovet och statsskuldens sammansättning 1994/95–1999	6
2.1	Lånebehovets utveckling.....	6
2.2	Statsskuldens utveckling	7
2.3	Statsskuldens sammansättning	8
3	Principer och metoder för utvärdering av statsskuldspolitiken.....	12
3.1	Principer för utvärdering av regeringens beslut	13
3.2	Principer för utvärdering av Riksgäldskontoret	14
3.3	Penningpolitiska restriktioner	16
4	Utvärdering av regeringens beslut om riktlinjer för år 1999	17
5	Utvärdering av Riksgäldskontorets beslut om riktmärkesport- följer.....	20
6	Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa förvaltning av statsskulden.....	23
6.1	Upplåning i nominella svenska kronor.....	23
6.2	Upplåning i utländsk valuta.....	30
6.3	Upplåning i realobligationer.....	36
6.4	Upplåningen från hushållen.....	41
7	Bedömning av Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden	45
8	Tekniskt appendix.....	48

Utdrag ur Riksgäldskontorets årsredovisning för 1999.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 19 april 2000.

1 Inledning

I maj 1998 fattade riksdagen beslut (prop. 1997/98:154, bet. 1997/98:FiU29, rskr. 1997/98:253, SFS 1998:659) om en ny målformulering och beslutsstruktur för statsskuldspolitiken. Enligt den nya formuleringen är målet för statsskuldförvaltningen att statens skuld skall förvaltas så att den långsiktiga kostnaden minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen skall ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Detta är även, enligt budgetpropositionen för år 1999 (prop. 1998/99:1), det effektmål som Riksgäldskontoret verkat för inom utgiftsområde 2 Samhällsekonomi och finansförvaltning avseende upplåningen och skuldförvaltningen.

I Riksgäldskontorets regleringsbrev för år 1999 har effektmålet brutits ned i verksamhetsmål för varje delmarknad som Riksgäldskontoret verkar på inom statsskuldförvaltningen. Verksamhetsmålen återges i avsnitt 6 tillsammans med regeringens resultatbedömning av respektive delmarknad. I regleringsbrevet för år 1999 har regeringen även fastställt att verksamhetsmålen avser rullande perioder över fem år.

Verksamhetsåret 1999 var det första året som omfattades av det nya regelverket avseende målformulering och beslutsstruktur. Ändringarna innebar i första hand att gällande praxis preciserades och kodifierades, samt att ett mer konsistent system för ansvarsfördelning, styrning, delegering och utvärdering skapades. Detta innebar att regeringen, i stället för att som tidigare enbart ange riktlinjer för omfattningen av valutaupplåningen, angav riktlinjer för hela statsskuldens sammansättning och genomsnittliga löptid. Riksgäldskontorets styrelse ansvarar för att det övergripande målet och riktlinjerna omsätts i riktmärken och delmål. Riksgäldskontoret ansvarar sedan för den operativa förvaltningen.

Genom den nya ansvarsfördelningen tas de övergripande besluten om statsskuldens sammansättning och löptid av regeringen. Därmed ligger ansvaret för övervägandena om fördelningen av den totala portföljen mellan olika skuldslag på grundval av risker och förväntade kostnader på politisk nivå. Regeringens beslut baseras på förslag framtagna av Riksgäldskontoret.

Ansvarsfördelning och beslutsordning för ett enskilt verksamhetsår kan sammanfattas på följande sätt:

- Riksgäldskontoret lämnar senast den 1 oktober förslag till riktlinjer för det kommande året till regeringen.
- Regeringen fattar senast den 15 november beslut om riktlinjer för statsskuldförvaltningen för det kommande året.
- Statsskulden förvaltas av Riksgäldskontoret i enlighet med riktlinjerna.
- Riksgäldskontoret lämnar senast den 15 februari till regeringen en årsredovisning för det gångna året. Årsredovisningen, tillsammans med annan information som regeringen begär in, utgör underlag för utvärdering av regeringens riktlinjebeslut och Riksgäldskontorets 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 beslut om riktlinjer för det kommande året. Skr. 1999/2000:104

Regeringen fattade den 12 november 1998 det första riktlinjebeslutet i enlighet med den nya beslutsstrukturen för statsskuldförvaltningen. Beslutet avsåg Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden under år 1999. Innevarande års utvärdering är därmed den första som baserar sig på riktlinjer som beslutats enligt den nya ordningen.

Det nya systemet för riktlinjer och utvärdering bör ses som ett flerårigt projekt där metoderna successivt utvecklas på basis av gjorda erfarenheter och nya insikter. Det första riktlinjebeslutet inom ramen för det nya systemet får ses som ett steg i denna process.

2 Utvecklingen av lånebehovet och stats- skuldens sammansättning 1994/95–1999

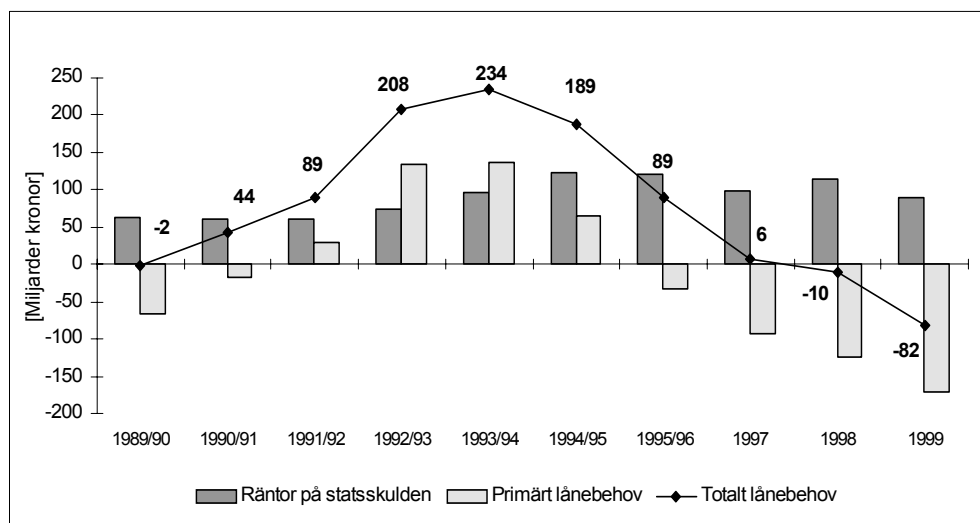
Skr. 1999/2000:104

2.1 Lånebehovets utveckling

Statens totala lånebehov har varierat kraftigt under hela 1990-talet. I början av decenniet var lånebehovet försumbart för att sedan snabbt öka till 234 miljarder kronor (ca 15 % av BNP) budgetåret 1993/94. Därefter har lånebehovet successivt fallit för att under år 1998 bli negativt. Statsbudgeten uppvisade ett överskott på 82 miljarder kronor¹ (ca 4 % av BNP) för år 1999.

Lånebehovet kan delas upp i det s.k. primära lånebehovet och räntebetalningarna på statsskulden (se diagram 2.1). Det primära lånebehovet består av statens primära saldo och Riksgäldskontorets nettoutlåning till myndigheter och statliga bolag. Det primära saldot påverkas i hög grad av den ekonomiska utvecklingen och den förda finanspolitiken. Räntebetalningarna beror dels på statsskuldens storlek, dels på det allmänna ränteläget och skuldens fördelning på olika skuldslag.

Diagram 2.1: Statens lånebehov budgetåren 1989/90–1999, totalt samt fördelat på räntor på statsskulden och det primära lånebehovet (miljarder kronor).



Den djupa lågkonjunkturen i den svenska ekonomin i början av 1990-talet medförde minskande skatteintäkter samtidigt som statens utgifter, bl.a. för den växande arbetslösheten och bankkrisen, ökade kraftigt. Statens lånebehov ökade därför snabbt och nådde sin kulmen budgetåret 1993/94. Därefter medförde en snabbare ekonomiskt tillväxt, stabiliseringen av banksystemet och saneringen av statens budget att lånebehovet successivt minskade.

¹ Sedan 1997 är statens lånebehov identiskt med statsbudgetens saldo, dock med omvänt tecken.

Under år 1998 uppvisade statens budget för första gången sedan budgetåret 1989/90 ett överskott på knappt 10 miljarder kronor. Trots minskningen i lånebehovet och en gynnsam ränteutveckling under året ökade räntebetalningarna för statsskulden. Detta förklaras främst av de valutakurs- och kursförluster som Riksgäldskontorets byten och uppköp av statsobligationer medförde. Transaktionerna ökade därmed ränteutgifterna för år 1998 men medförde å andra sidan att de framtida räntebetalningarna minskas i motsvarande grad. I huvudsak rör det sig således om en periodiseringseffekt.

Under år 1999 ökade överskottet i statens budget till 82 miljarder kronor. Detta beror främst på större tillfälliga nettoinbetalningar till statsbudgeten och minskade räntebetalningar på statsskulden. De tillfälliga nettoinbetalningarna uppgick netto till ca 45 miljarder kronor och utgjordes i första hand av inleveranser från AP-fonden (45 miljarder kronor för år 1999) som en del i finansieringen av pensionsreformen. Överskottet i statens budget exklusive tillfälliga betalningar uppgick därmed till ca 35 miljarder kronor för år 1999. Utbetalningar för räntor på statsskulden minskade till drygt 89 miljarder kronor, vilket främst beror på realiserade kursvinster och lägre räntor för lån i utländsk valuta. Till budgetöverskottet bidrog också den gynnsamma ekonomiska utvecklingen som genererat ökande skatteintäkter till budgetens inkomstsida.

2.2 Statsskuldens utveckling

Lånebehovet för ett givet år är inte direkt kopplat till förändringar i statsskuldens storlek. Hänsyn måste tas till de transaktioner som påverkar statsskulden men inte lånebehovet och omvänt. De transaktioner som medför en skillnad mellan lånebehovet och förändringen i statsskulden redovisas i tabell 2.1 nedan.

Valutaskulden tas på bokslutsdagen upp till aktuella valutakurser vilket innebär att en förstärkning av kronan minskar värdet och en försvagning av kronan ökar värdet på valutaskulden. Posten "Övriga poster, netto" består av transaktioner som påverkar lånebehovet men inte den redovisade statsskulden. Dessa kan exempelvis bestå av kortfristiga placeringar som Riksgäldskontoret gör över årsskiftet, vissa fordringar och skulder som uppstår i upplåningsverksamheten och vissa bokslutsjusteringar.

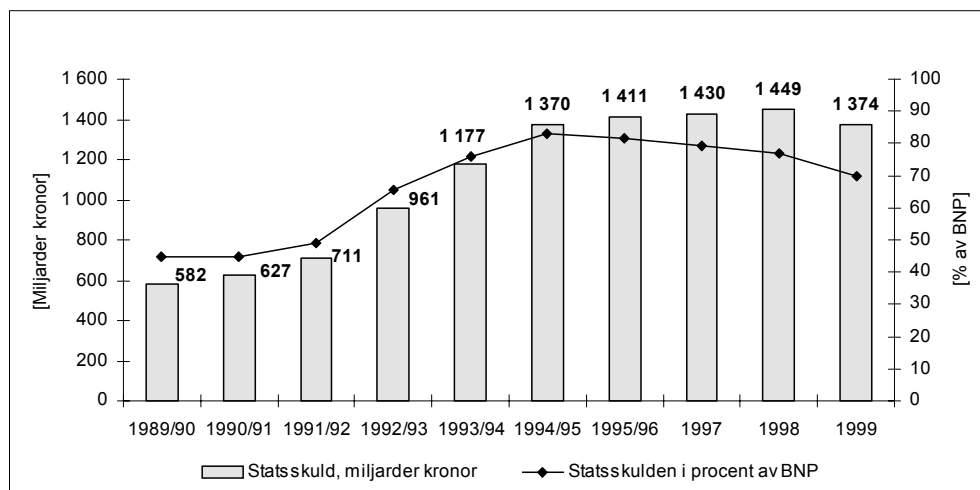
Tabell 2.1: Statens lånebehov och statsskuldens förändring budgetåren 1994/95–1999 (miljarder kronor).

	1994/95	1995/96 (18 mån)	1997	1998	1999
Statens lånebehov	188,6	88,6	6,2	-9,7	-82,0
Valutaomvärderad statsskuld	3,3	-49,3	13,1	25,4	-2,8
<u>Övriga poster, netto</u>	<u>1,2</u>	<u>2,4</u>	<u>-1,0</u>	<u>3,3</u>	<u>10,1</u>
Summa	4,5	-46,9	12,1	28,7	7,3
Statsskuldens förändring	193,1	41,7	18,3	19,0	-74,7
<i>Förändring i procent av BNP</i>	<i>11,7</i>	<i>2,4</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>-3,8</i>

För åren 1994/95–1998 förklaras skillnader i lånebehov och statsskuldens förändring till största delen av valutaomvärderingar av valutaskulden. Exempelvis innebar försvagningen av den svenska kronan under år 1998 att överskottet i statens budget på knappt 10 miljarder kronor omvandlades till en ökning av statsskulden på 19 miljarder kronor. Vid utgången av år 1998 uppgick därför statsskulden till 1 449 miljarder kronor jämfört med 1 430 vid utgången av år 1997.

Vid utgången av år 1999 uppgick statsskulden till 1 374 miljarder kronor vilket motsvarar ca 70 procent av BNP. Skulden minskade därmed med knappt 75 miljarder kronor under år 1999. Skillnaden jämfört med lånebehovet på –82 miljarder kronor förklaras främst av en tillfällig ökning i Riksgäldskontorets kortfristiga placeringar över årsskiftet 1999/2000 (se tabell 2.1). Förstärkningen av kronan, som medförde valutakursvinster vid omvärderingen av valutaskulden, bidrog till en minskning av statsskulden för år 1999.

Diagram 2.2: Statsskulden vid slutet av respektive budgetår i miljarder kronor och i procent av BNP budgetåren 1989/90–1999.



Not:
Statsskulden redovisad till bokförda värden. Valutaskulden tas upp till aktuellt värde dvs. omräknat med bokslutsdagens valutakurser.

2.3 Statsskuldens sammansättning

Upplåning och förvaltning av statsskulden sker i tre skuldslag:

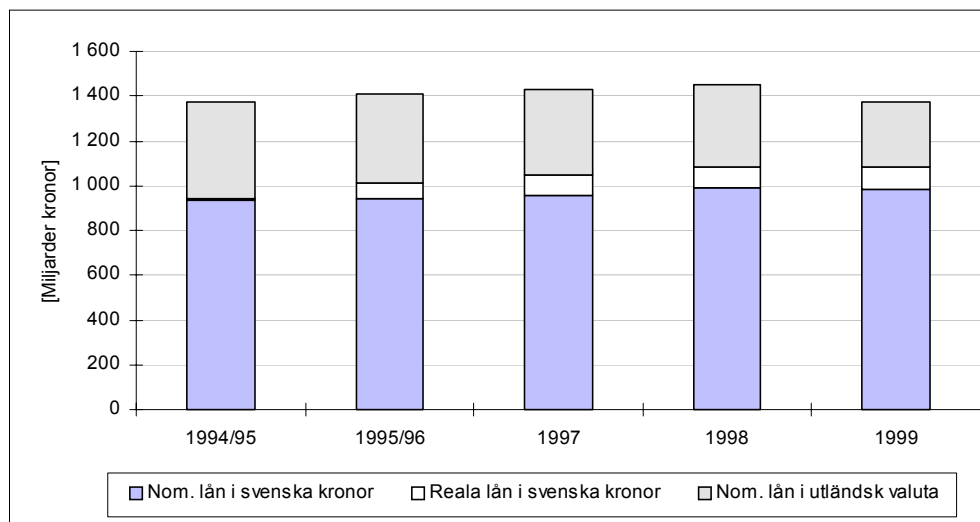
- Nominell lån i svenska kronor,
- Reala lån i svenska kronor,
- Nominella lån i utländska valutor.

Skuldens egenskaper bestäms främst av fördelningen mellan de tre skuldslagen samt valet av löptid och förfalloprofil i respektive skuldslag. Dessa storheter är styrande för vilken total kostnad och samlad risk som kan förväntas i förvaltningen av statsskulden.

Det går också att betrakta och dela in skulden efter de marknader som upplåningen sker på. Riksgäldskontoret upplåning inriktas på fyra olika delmarknader; den inhemska nominella värdepappersmarknaden, den

inhemska hushållsmarknaden, den inhemska marknaden för realränteobligationer och den internationella kapitalmarknaden. Nedan ges en kort redovisning av statsskuldens sammansättning och de tre skuldslagens olika komponenter.

Diagram 2.3: Statsskuldens fördelning på de tre skuldslagen vid slutet av budgetåren 1994/95–1999 (miljarder kronor).



Nominella lån i svenska kronor utgör traditionellt Riksgäldskontorets viktigaste finansieringskälla. Skuldslagets andel har under femårsperioden uppgått till drygt två tredjedelar av statsskuldstocken. Merparten av upplåningen sker på den institutionella marknaden genom statsobligationer (lån med löptid över ett år) och statsskuldväxlar (lån med löptid i huvudsak under ett år). Statsobligationer används för att finansiera det långsiktiga upplåningsbehovet och statsskuldväxlar för att parera mer kortsiktiga fluktuationer i lånebehovet. Tillsammans svarar dessa låneinstrument för 923 miljarder kronor vid utgången av år 1999 vilket motsvarar drygt 67 procent av statsskulden. Till den institutionella marknaden räknas även dagslånen, deposittransaktioner och repor som används för att hantera de dagliga betalningsflödena till och från staten.

I den nominella upplåningen i svenska kronor ingår även upplåningen från hushållen². Hushållsmarknad erbjuder Riksgäldskontoret en möjlighet att differentiera skulden till fler långgivare. Under femårsperioden har upplåningen på hushållsmarknaden minskat kraftigt, från ca 125 miljarder kronor (drygt 9 procent av statsskulden) budgetåret 1994/95 till ca 64 miljarder kronor (knappt 5 procent av statsskulden) år 1999. Utvecklingen förklaras nästan uteslutande av minskade volymer i allemansspar som avskaffades i juni 1998. Premieobligationerna utgör numer basen i hushållsupplåningen och svarade för en upplåning på drygt 54 miljarder kronor år 1999. Riksgäldsspar, som är en relativt ny upplåningsform, ger hushållen möjligheter till både nominell och real avkastning och omfattar drygt 6 miljarder kronor 1999. I Riksgäldskonto sker ingen nyförsäljning sedan 1997.

² I hushållsupplåningen ingår Riksgäldsspar som även innefattar reala upplåningsinstrument. Totalt svarade den reala upplåningen för drygt 1 miljard kronor 1999.

Realräntelån utgör ett viktigt komplement till den nominella upplåningen i kronor. Låneformen erbjuder investerare en möjlighet att säkra sig mot inflation genom att Riksgäldskontoret tar över inflationsrisken. Ur statens synvinkel och givet en positiv inflationspremie sett över en längre tidsperiod, bör realobligationen kunna utgöra ett kostnadseffektivt komplement till nominella obligationer. Upplåningsformen ger också investerarna och staten ytterligare diversifieringsmöjligheter i sina respektive portföljer. Realobligationer introducerades år 1994 och volymen har, sett över femårsperioden, växt snabbt. År 1999 uppgick stocken realobligationer till 97 miljarder kronor vilket motsvarar ca 7 procent av statsskulden.

Tabell 2.2: Statsskuldens sammansättning fördelat på skuldslag vid slutet av budgetåren 1994/95–1999 (miljarder kronor respektive procent)*.

	1994/95	1995/96	1997	1998	1999	Andel av total statsskuld	
						1998	1999
Statsobligationer	593	639	684	686	679	47,4%	49,4%
Statsskuldväxlar	213	180	144	226	244	15,6%	17,7%
Dagslån	1	5	25	11	0	0,8%	0,0%
Premieobligationer	63	60	61	59	54	4,1%	4,0%
Riksgäldskonto	12	12	7	6	3	0,4%	0,2%
Allemansspar	50	43	32	-	-	-	-
Riksgäldsspar**			3	5	6	0,4%	0,5%
Nom. lån i svenska kronor	932	939	956	993	986	68,5%	71,8%
Reala lån i svenska kronor	12	74	91	94	97	6,5%	7,0%
Nom. lån i utländsk valuta	426	398	385	362	291	25,0%	21,2%
Totalt statsskuld	1 370	1 411	1 432	1 449	1 374	100%	100%

* Statsskulden till bokfört värde exklusive derivatportfölj. Skuld i utländsk valuta omvärderad till valutakurser vid respektive årsslut.

** Inklusive den reala upplåningen (drygt 1 miljard kronor 1999)

Upplåningen i utländsk valuta har utgjort ett viktigt komplement till upplåningen på den inhemska marknaden, främst under perioder då lånebehovet ökar snabbt. Den fyller en viktig strategisk funktion eftersom en närvaro på den internationella kapitalmarknaden bidrar till att bredda investerarsbasen och minskar refinansieringsrisken i den svenska statsskulden. Valutaupplåningen kan också bidra till en effektivare inhemska upplåning eftersom utländska investerares intresse för svenska statspapper kan förväntas öka efterhand som den svenska marknaden blir alltmer känd. Riksgäldskontoret emitterar därför bl.a. enligt det s.k. parallellkonceptet där statsobligationer med exakt samma villkor emitteras både i svenska kronor och euro. Valutaupplåning sker genom kapitalmarknadsupplåning (publika obligationslån), skuldbytesavtal³ (s.k. kron/valutaswappar), lån riktade direkt mot en investerare (s.k. private placement) och statsskuldväxlar i utländsk valuta (commercial papers).

³ Riksgäldskontoret har av kostnadsskäl valt att ta upp lån i svenska kronor och genom skuldbytesavtal (valutaswappar) omvandla lånen till skuld i utländsk valuta (se även avsnitt 8 Tekniskt appendix).

I det traditionella skuldbegreppet ingår inte den valutaexponering i utländsk valuta som tas med derivatinstrument. För att få en rättvisande bild av Riksgäldskontorets valutaexponering bör därför även de skuldbytesavtal mellan kronor och utländsk valuta och derivatpositioner som ingått i syfte att uppnå avsedd valutafördelning och ränterisk beaktas. Det bör noteras att Riksgäldskontorets upplåningsmandat i utländsk valuta avser valutaexponeringen inklusive derivatpositioner.

Tabell 2.3: Statsskuldens sammansättning inklusive värdet av derivatportföljen för kalenderåren 1995–1999 (miljarder kronor).

	1995	1996	1997	1998	1999
Nominell skuld i kronor	978	919	912	920	874
<i>andel, procent</i>	<i>70,1</i>	<i>64,7</i>	<i>63,4</i>	<i>62,5</i>	<i>63,6</i>
Realräntelån	16	74	91	94	97
<i>andel, procent</i>	<i>1,2</i>	<i>5,2</i>	<i>6,3</i>	<i>6,4</i>	<i>7,1</i>
Skuld utländsk valuta	402	426	436	459	402
<i>andel, procent</i>	<i>28,8</i>	<i>30,0</i>	<i>30,3</i>	<i>31,2</i>	<i>29,3</i>
Statsskuld inkl. derivat	1 396	1 419	1 439	1 473	1 373
Statsskuld exkl. derivat	1 386	1 412	1 430	1 449	1 374

Andelen upplåningen i utländsk valuta växte snabbt i början av 1990-talet, från under 10 procent av statsskulden till knappt 29 procent av statsskulden budgetåret 1994/95. Valutaupplåningens andel inklusive derivatportföljen har därefter varit relativt stabil runt 30 procent av statsskulden. För år 1999 uppgick valutaupplåningen inklusive derivatportföljen till 402 miljarder kronor vilket motsvarar drygt 29 procent av statsskulden.

3 Principer och metoder för utvärdering av statsskuldpolitiken

Skr. 1999/2000:104

I lagen om statens upplåning och skuldförvaltning fastställs att regeringen varje år i en skrivelse till riksdagen skall utvärdera förvaltningen av statsskulden. Tidigare års utvärderingar, som redovisats i budgetpropositionen, har avsett förvaltningen enligt den ansvarsfördelning och den målformulering som gällde t.o.m. år 1998. De kvantitativa utvärderingarna av upplåningen på den inhemska nominella marknaden och på den internationella kapitalmarknaden har då skett med hjälp av två, av Riksgäldskontorets styrelse fastställda, riktmärkesportföljer. Dessa portföljer avspeglade en hypotetisk, standardiserad upplåningsstrategi. I riktmärkesportföljen för den inhemska nominella kronskulden har tidigare såväl hushållsupplåningen som Riksgäldskontorets in- och utlåning till statliga myndigheter ingått. Resultaten utvärderades som skillnaden mellan kostnaden för den faktiska skulden och kostnaden för riktmärkesportföljen.

Årets utvärdering är den första som tar sikte på den målformulering och ansvarsfördelning som gäller från den 1 januari 1999 och som lades fast av riksdagen våren 1998. Enligt riksdagens beslut skall utvärderingen av statsskuldpolitiken ske på flera nivåer. Regeringens utvärdering skall således avse såväl de beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse som de beslut som fattas på operativ nivå. Dessutom skall en utvärdering av regeringens övergripande riktlinjer ingå som en del i skrivelsen till riksdagen.

Den operativa förvaltningen gentemot fastställda riktmärken utvärderas i relativa termer. Detta innebär att kostnaderna i den faktiska skulden jämförs med kostnaderna för respektive riktmärke, med beaktande av risk. Bedömningen av regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets beslut om riktmärken utvärderas däremot i absoluta termer, dvs. utan att kostnader jämförs relativt en preciserad riktmärkesportfölj. Absoluta kostnader kan mätas i exempelvis kronor eller som en räntesats.

Eftersom den kvantitativa utvärderingen inte fångar alla aspekter av förvaltningen, är det nödvändigt att den kvantitativa utvärderingen kompletteras med en utvärdering ur ett kvalitativt perspektiv.

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 beslut om delriktmärken. Resultaten i den operativa förvaltningen mot delriktmärkena utgör det tydligaste måttet på förvaltningens effektivitet, men är i sammanhanget underordnade de mer övergripande besluten.

I regeringens proposition om förvaltningen av statsskulden (prop. 1997/98:154) diskuteras inte vilka metoder som skall användas vid utvärderingen av regeringens riktlinjer. Riksgäldskontoret har på uppdrag av regeringen och i samråd med Finansdepartementet i rapporten Metoder för utvärdering av regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning (Fi dnr 1999/2025), lämnat förslag till modell för en sådan utvärdering.

Regeringens beslut skall ange övergripande riktlinjer för hur statsskulden skall vara sammansatt, t.ex. riktmärken för fördelningen mellan framför allt nominell upplåning, real upplåning och valutaupplåning. Kontorets förvaltning kan sedan utvärderas gentemot kostnaden för upplåning enligt det riktmärke som regeringen beslutat.

Det finns inga motsvarande riktlinjer för regeringens beslut. Riksdagen har endast angett ett mål för statsskuldspolitiken. Det är därmed inte möjligt att kvantitativt bedöma om målet har uppfyllts. Det vore heller inte ändamålsenligt att riksdagen lade fast riktlinjer för regeringens beslut liknande de som regeringen sedan skall besluta om. Flexibiliteten i systemet skulle minska. Sannolikt skulle regeringen med ett sådant system i huvudsak upprepa riksdagens riktlinjer. Det skulle ge riksdagen små möjligheter att utvärdera regeringens beslut.

Utgångspunkten för utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut bör således vara att det inte finns någon motsvarighet till de preciserade riktmärkesportföljer som används vid utvärderingen av Riksgäldskontorets förvaltning. Regeringens beslut bör i stället utvärderas direkt mot målet att minimera kostnaderna för förvaltningen av statsskulden med beaktande av risk. Det handlar då inte om en jämförelse relativt ett riktmärke utan om att besvara frågan om kostnaderna mätta i absoluta termer minimerats.

Ett krav på en sådan ansats är att utvärderingen styrs av principer som lagts fast i förväg. I annat fall riskerar utvärderingen att bli godtycklig. Det går alltid att i efterhand konstruera andra riktlinjer som skulle ha gett lägre uppmätta kostnader.

Utvärderingen måste göras i ljuset av den kunskap som fanns vid tidpunkten för beslutet. En metod är att utgå från ett antal stiliserade, men tydligt differentierade skuldportföljer. Alternativen bör konstrueras i syfte att belysa de avvägningar beträffande förväntad kostnad och risk som måste göras. En av de analyserade portföljerna bör vara en status quo-portfölj som beskriver egenskaperna hos skulden i utgångsläget, dvs. beskriver portföljen under antagande om i princip oförändrade riktlinjer. De överväganden som ligger bakom beslut om att välja en av de analyserade portföljerna bör sedan tydligt redovisas, särskilt i förhållande till status quo-portföljen.

Övervägandena vad gäller kostnader och risktagande bör vara av långsiktig, strategisk karaktär för att överensstämja med målet om att långsiktigt minimera kostnaderna för skuldförvaltningen. Kortsiktiga bedömningar om utvecklingen av räntor och växelkurser bör inte vägas in i valet av riktlinjer. Sådana bedömningar bör i tillämpliga fall göras av Riksgäldskontoret inom ramen för de beslutade riktlinjerna. I regeringens

rapport till riksdagen bör således i första hand redovisas de strategiska överväganden som gjordes när beslutet om riktlinjer fattades. Riksdagen kan sedan ta ställning till om dessa bedömningar var rimliga.

En central aspekt bör vara värderingen av statens riskbenägenhet. En sådan riskanalys bör vara en central mekanism vid beslutet om riktlinjer. Orimligt riskfyllda förvaltningsstrategier bör således förkastas även om de i efterhand skulle visa lägre kostnader än en betydligt mindre riskfylld strategi. Utgångspunkten för värderingen av en förändrad portföljsammansättning jämfört med status quo-portföljen bör vara en bättre måluppfyllelse, dvs. att den valda portföljen ger lägre kostnad och/eller lägre risk.

Kvantitativa mått bör användas som utgångspunkt för analysen, men kompletteras med kvalitativa överväganden och bedömningar.

Regeringen instämmer i allt väsentligt med de utgångspunkter för utvärdering av regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning som redovisats i Riksgäldskontorets rapport. Eftersom systemet för riktlinjer och utvärdering fortfarande är nytt bör det understrykas att de utgångspunkter som här diskuteras måste betraktas som preliminära och kan komma att omprövas i takt med att nya insikter och erfarenheter vinnns. Utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut för år 1999 redovisas i avsnitt 4.

De beslut om valutaupplåning som regeringen fattat före år 1999 kommer inte att utvärderas. Detta beror främst på svårigheterna att göra rättvisande utvärderingar med instrument som tagits fram i efterhand.

3.2 Principer för utvärdering av Riksgäldskontoret

Riksgäldskontorets beslut om riktmärkesportföljer:

Riksgäldskontoret svarar för att verkställa beslutet inom ramen för målet för statsskuldspolitiken och riktlinjerna från regeringen. En utvärdering av Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden bör ske i två steg. Det första steget innebär att Riksgäldskontorets styrelse, baserat på regeringens riktlinjebeslut, fördelar den beslutade löptiden mellan den nominella kronkulden respektive valutaskulden. Riksgäldskontoret kan, om kontoret inte finner det ändamålsenligt att tillämpa en enda riktmärkesportfölj, välja att definiera två separata riktmärkesportföljer; en för nominell upplåning i svenska kronor och en för upplåning i utländsk valuta. Ett sådant beslut om att fördela den av regeringen angivna löptiden för hela den nominella upplåningen mellan två separata riktmärkesportföljer för de bägge skuldslagen bör utvärderas utifrån effekterna på de absoluta kostnaderna med beaktande av risk. I princip bör samma ansats användas som vid utvärderingen av regeringens beslut om riktlinjer, dvs. att jämförelser görs mellan stiliserade men tydligt differentierade skuldportföljer med avseende på risk och förväntade kostnader. Utvärderingen av kontorets riktmärkesbeslut redovisas i avsnitt 5.

De beslut om riktmärkesportföljer som fattades före år 1999 kommer inte att utvärderas. Detta beror dels på att det tidigare inte särskilt angavs att dessa riktmärkesbeslut skulle utvärderas, dels på svårigheterna att göra rättvisande utvärderingar med instrument som tagits fram i efterhand.

Riksgäldskontorets operativa verksamhet:

I ett andra steg utvärderas Riksgäldskontorets operativa verksamhet. Riktmärkesportföljerna för skulden i nominella kronor respektive utländsk valuta, som fastställs av Riksgäldskontorets styrelse, avspeglar hypotetiska upplåningsstrategier och blir styrande för den operativa förvaltningen av respektive portfölj. Styrelsen fastställer även tillåtna avvikelser när det gäller löptid och valutasammansättning. På så sätt begränsas Riksgäldskontorets operativa risktagande i relation till de av styrelsen fastställda riktmärkesportföljerna.

Möjligheten till avvikelse från riktmärkena syftar till att skapa incitament till att bedriva en aktiv förvaltning av skulden för att nå högsta möjliga måluppfyllelse. Genom att beräkna vad det hade kostat att låna på det sätt som anges av riktmärkesportföljerna och jämföra med den faktiska kostnaden för upplåningen får man ett mått på resultatet av kontorets operativa förvaltning. Kostnadsberäkningarna inkluderar förändringar i skuldens marknadsvärde.

Jämförelser med riktmärkesportföljer visar endast delvis hur statsskuldsförvaltningen påverkar kostnaderna för statsskulden. De fångar exempelvis inte effekterna av åtgärder som samtidigt påverkar kostnaderna för både den faktiska skulden och riktmärket. Hit hör bl.a. åtgärder för marknadsvård som utgör en central del av Riksgäldskontorets strategi på den inhemska marknaden för att uppnå en effektivare marknad och därmed en lägre allmän räntenivå.

Begreppet marknadsvård kan innehålla en rad olika åtgärder och någon entydig definition är svår att göra. En vidsträckt definition skulle kunna inkludera all verksamhet utom en mekanisk upplåning för att täcka statens lånebehov. Med en sådan definition skulle exempelvis information till investerare, engagemang i marknadsstrukturfrågor och annan verksamhet som ligger utanför de faktiska lånetransaktionerna hamna under begreppet marknadsvård.

En sådan bred definition är dock knappast praktiskt användbar för utvärdering och Riksgäldskontoret använder i sin årsredovisning en snävare definition. Den definitionen omfattar de transaktioner som Riksgäldskontoret ingår eller kan tänkas ingå som motiveras av att de antas sänka de absoluta räntekostnaderna för staten till skillnad från transaktioner som strävar mot att sänka de relativa kostnaderna gentemot ett riktmärke.

Marknadsvård eller andra aktiviteter kan påverka den allmänna räntenivån så att de absoluta kostnaderna för statsskulden blir lägre. Om kostnaderna både för riktmärket och för den faktiska skulden minskar lika mycket uppstår ingen synlig effekt på resultatet. Trots detta har åtgärderna bidragit till att uppfylla målet för statsskuldsförvaltningen så länge

vinsten som uppstår är större än kostnaden för de marknadsvårdande insatserna.

Åtgärder som innebär att sammansättningen av den faktiska skulden avviker från riktmärkesportföljen kan också komma att påverka resultatet. Även om det då uppstår ett negativt resultat i förhållande till riktmärket kan sådana åtgärder motiveras om upplåningskostnaderna i absoluta termer faller så att kostnaderna för statsskulden minskar mer än om riktmärkesportföljen följs (beräknat med de räntor som då skulle ha uppstått).

I regleringsbrevet för år 1999 angav regeringen att de marknadsvårdande åtgärderna skall beskrivas och analyseras samt att effekterna på statens räntekostnader om möjligt skall kvantifieras. Riksgäldskontorets marknadsvårdande åtgärder redovisas närmare i avsnitt 6 under respektive delmarknad.

3.3 Penningpolitiska restriktioner

I lagen (1988:1387) om statens upplåning framgår att statens skuld skall förvaltas inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Det finns i dag inga operativa kopplingar mellan Riksgäldskontorets upplåning och förvaltning av statsskulden och Riksbankens genomförande av penningpolitiken. Riksgäldskontoret sköter sedan år 1994 statens likviditetsförvaltning skild från Riksbanken och Riksbanken förfogar ensam över sina penningpolitiska instrument. Riksbanken har också sedan år 1999 en betydligt mer självständig ställning i förhållande till regering och riksdag.

Det finns dock beröringspunkter mellan de två politikområdena bl.a. vad gäller Riksgäldskontorets valutaupplåning och valutaväxling. De penningpolitiska restriktionerna påverkade under utvärderingsperioden främst regeringens riktlinjebeslut om storleken på valutaupplåningen och den flexibilitet som ges runt detta riktmärke.

I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för år 1999 föreslogs att amorteringen av valutaskulden skulle uppgå till 25 miljarder kronor med möjlighet för kontoret att avvika uppåt eller nedåt med 10 miljarder kronor. I Riksbankens yttrande om förslaget angavs att av hänsyn till stabiliteten i kronkursen borde intervallet begränsas till ± 3 miljarder kronor. I regeringens riktlinjebeslut gjordes bedömningen att intervallet kunde fastställas till ± 5 miljarder kronor utan att hänsynen till penningpolitiken åsidosattes. Riktlinjebeslutet vad gäller valutaupplåningen vägledes i övrigt i allt väsentligt av att skuldslagens andelar i statsskulden skulle hållas oförändrade.

Regeringens bedömning: Inför riktlinjebeslutet för år 1999 saknades det tillräckligt underlag för att besluta om en förändring av skuldandelar eller löptider. En i princip oförändrad statsskuldspolitik var därför befogad. Mot bakgrund av att riktlinjebesluten bör utvärderas i ett flerårigt perspektiv och att det nu saknas en analys av egenskaperna hos alternativa portföljer bör en djupare utvärdering av regeringens riktlinjer anstå tills en längre period blir tillgänglig för bedömning.

Skälen för regeringens bedömning:

I och med de nya reglerna för riktlinjer och utvärdering av statsskuldspolitiken lämnar regeringen årligen en skrivelse till riksdagen med en utvärdering av förvaltningen av statsskulden. En sådan utvärdering skall inte bara omfatta Riksgäldskontorets förvaltning utan även regeringens beslut om riktlinjer. Riktlinjer för statsskuldförvaltningen beslutades av regeringen första gången i november 1998 enligt de nya reglerna. I årets skrivelse till riksdagen ingår således även en utvärdering av detta beslut.

Regeringens beslut, från den 12 november 1998, om riktlinjer för år 1999 innebar i korthet att skulden i utländsk valuta skulle amorteras med ett belopp motsvarande 25 miljarder kronor, med en tillåten avvikelse uppåt eller nedåt på 5 miljarder kronor, och att stocken utestående reallån inte skulle minska och inriktas på långa löptider. I övrigt skulle statens finansieringsbehov täckas med nominella lån i kronor. Den genomsnittliga räntebindningstiden för den nominella skulden i kronor och utländsk valuta skulle vara 3,5 år. Riksgäldskontoret fick i sin förvaltning avvika från detta riktmärke uppåt eller nedåt med 0,5 år. Slutligen fick högst 30 procent av skulden förfalla inom de närmaste 12 månaderna.

Utgångspunkten för beslutet om valutaupplåningen var oförändrade skuldandelar. Mot bakgrund av att statsskulden, bl.a. på grund av inleveranser från AP-fonden, förväntades minska under de kommande åren innebar detta att valutaskulden behövde amorteras. För att undvika en kraftig ökning av valutaskuldens andel under år 2001, då större delen av inleveransen beräknades äga rum, alternativt undvika en mycket stor amortering av valutaskulden under ett enskilt år, beslöts att genomföra amorteringar av valutaskulden i god tid. En amorteringstakt på 25 miljarder kronor för år 1999 ansågs lämplig.

Bakom beslutet om i princip oförändrade valutaandelar låg en bedömning från Riksgäldskontoret att upplåning i valuta på lång sikt varken torde vara billigare eller dyrare än upplåning i kronor. Däremot bedömdes upplåning i utländsk valuta som mer riskfylld. Ett kvantitativt underlag saknades emellertid för att bedöma hur risken påverkas av andelen valutaupplåning.

Riksbanken ansåg att behovet av förutsägbarhet vad gäller växlingar av valuta som genomförs för Riksgäldskontorets räkning begränsade möj-

ligheten till flexibilitet i amorteringstakten. Regeringen beslöt att tillåta en flexibilitet på 5 miljarder kronor. Som ovan nämnts hade Riksbanken föreslagit 3 miljarder kronor och Riksgäldskontoret 10 miljarder kronor. Beslutet ansågs utgöra en lämplig avvägning med hänsyn till risken för volatilitet i kronkursen, risken för att Riksbankens valutaväxlingar skall uppfattas som penningpolitiska signaler och risken för variationer i valutareservens storlek. Samtidigt ansågs ett utrymme på 3 miljarder kronor ge alltför liten flexibilitet.

En utgångspunkt för riktlinjerna för upplåning med realräntelån var att statens förväntade kostnader bör kunna sänkas genom en fortsatt satsning på realräntelån eftersom placerare antas vara beredda att betala en riskpremie för att slippa inflationsrisk. Mot bakgrund av att analysen av realräntelånens riskegenskaper ännu inte är tillräcklig och att Riksgäldskontoret haft svårt att emittera realränteobligationer till rimliga kostnader gav regeringen inte några direktiv om att öka andelen. För det fall emissionsvillkoren var gynnsamma gavs dock ett utrymme att öka stocken. Regeringen beslutade att stocken inte skulle minska annat än om det var motiverat av marknadsvårdande skäl.

Riksgäldskontoret argumenterade i sitt förslag till riktlinjer för att det långsiktigt är motiverat med en kortare räntebindningstid. Riksgäldskontoret föreslog att räntebindningstiden skulle sänkas från 3,5 till 3,4 år under år 1999. Motivet var att avkastningskurvan i genomsnitt över tiden har en positiv lutning. En förkortning av löptiden skulle därför i förväntan ge en lägre kostnad, även om risken för fluktuationer i kostnaderna ökar något.

Regeringen ansåg att det inte fanns tillräckligt med underlag för att avgöra vilken räntebindningstid som är optimal på längre sikt. Förväntade kostnader måste vägas mot risk. Regeringen beslöt därför att räntebindningstiden skulle vara oförändrad.

Det nya systemet för styrning och utvärdering befinner sig fortfarande i en inledande fas. Beslutet om riktlinjer för statsskuldspolitiken som togs år 1998 var det första inom ramen för det nya systemet. Som ovan konstaterats saknades ett kvantitativt underlag för en bedömning av avvägning mellan avkastning och risk när det gäller valutaupplåningens storlek, reallånens riskegenskaper och räntebindningstiden för den nominella upplåningen. Regeringen ansåg sig på basis av de kvalitativa analyser som förelåg inte kunna dra säkra slutsatser vare sig om de olika skuldslagens andelar borde förändras eller om det var motiverat med en förkortning av den genomsnittliga räntebindningstiden.

Riksgäldskontorets underlag inför riktlinjebeslutet för år 2000 innehöll en fördjupad kvantitativ analys av skälen för en förkortad genomsnittlig löptid på statsskulden. På grundval av denna analys beslutade regeringen om en förkortning av den genomsnittliga durationen (som utgör ett mått på den genomsnittliga löptiden). Något sådant underlag förelåg emellertid inte vid tidpunkten för beslutet avseende år 1999. I regleringsbrevet till Riksgäldskontoret för år 2000 har kontoret fått i uppdrag att bl.a. fördjupa analysen om långsiktigt önskvärda skuldandelar. Regeringen konstaterar att det naturligtvis hade varit önskvärt att ett mer fullödigt beslutsunderlag förelegat inför riktlinjebeslutet år 1998. Tiden mellan

beslutet om det nya styrsystemet och det första riktlinjebeslutet var emellertid kort. Skr. 1999/2000:104

Det nya systemet för riktlinjer och utvärdering bör ses som ett flerårigt projekt där metoderna successivt utvecklas på basis av gjorda erfarenheter och nya insikter. Riksgäldskontoret håller på att utveckla metoder för att ta fram kvantitativa underlag i form av bl.a. modellsimuleringar. Det första riktlinjebeslutet inom ramen för det nya systemet får ses som ett steg i denna process. Det saknades tillräckligt underlag för ett beslut under år 1998 om att förändra portföljandelar eller löptider eller behålla dessa oförändrade. Mot denna bakgrund är det regeringens uppfattning att det inte hade varit tillrådligt att fatta ett annat beslut än i princip oförändrad statsskuldspolitik. Något underlag eller skäl för att beslutet borde utformats annorlunda föreligger inte heller.

I beslutet om riktlinjerna för år 1999 ingick att Riksgäldskontoret skulle fastställa en riktmärkesportfölj för den samlade skulden i nominell kron- och valutaupplåning. Efter detta beslut har Riksgäldskontoret och regeringen preciserat denna utvärderingsmetod. I riktlinjebeslutet för år 2000 säger regeringen att det kan vara lämpligt att Riksgäldskontoret omsätter riktlinjerna i flera riktmärkesportföljer mot vilka den operativa förvaltningen utvärderas. Mot denna bakgrund kan konstateras att riktlinjebeslutet för år 1999 var mindre tydligt formulerat än för år 2000. Det resulterade bl.a. i att det inte togs fram något egentligt analysunderlag för Riksgäldskontorets beslut om riktmärken för år 1999.

5 Utvärdering av Riksgäldskontorets beslut om riktmarkesportföljer

Skr. 1999/2000:104

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets strategi med skilda räntebindingstider för den inhemska och utländska nominella skulden har gett marginellt lägre räntekostnader och risk jämfört med om den i riktlinjerna angivna räntebindingstiden använts i båda riktmärkena. Regeringen anser därför att Riksgäldskontorets operationalisering av regeringens riktlinjer bidragit till att målet för statsskuldspolitiken har uppfyllts.

Bakgrund:

I riktlinjebeslutet från november 1998 lade regeringen fast formerna för utvärdering av statsskultsförvaltningen för år 1999. Enligt beslutet skall utvärderingen av förvaltningen av statsskulden ske ur ett helhetsperspektiv vilket innebär att det är de totala förväntade kostnaderna och den samlade risken som är intressant. Utvärderingen skall ske genom att jämföra kostnaden för den samlade skulden med kostnaden för en riktmarkesportfölj under rullande femårsperioder. Skillnader i risk mellan skulden och riksmarkesportföljen skall beaktas. I riktlinjebeslutet angavs också att den genomsnittliga räntebindingstiden i den nominella kron- och valutaskulden skulle vara 3,5 år med möjlighet för Riksgäldskontoret att i sin förvaltning avvika från riktmärket uppåt eller nedåt med 0,5 år.

I Riksgäldskontorets beslut om riktmarkesportföljen för år 1999 valde styrelsen att dela upp den samlade riktmarkesportföljen i två delriktmärken, en för den nominella kronmarknaden och en för valutamarknaden. De två delriktmärkena hade sammantaget de egenskaper som angavs i riktlinjerna, bl.a. en genomsnittlig räntebindingstid på 3,5 år⁴. Riksgäldskontoret utnyttjade således inte möjligheten att avvika från regeringens riktvärde trots att man i förslaget till riktlinjer föreslagit en förkortning.

Motiven för att välja skilda räntebindingstider är bl.a. att upplåningen av valutaskulden sker i flera olika valutor och att exponeringen för uppgångar i ett enskilt lands räntor således är begränsad. Detta utrymme för diversifiering gör det möjligt att i högre utsträckning utnyttja det faktum att korta räntor i genomsnitt är lägre än långa räntor (dvs. att avkastningskurvan i genomsnitt är positivt lutande), utan att behöva ta de risker som en lika kortsfristig upplåning av kronskulden skulle innebära. Enligt Riksgäldskontoret pekar detta sammantaget på att det bör finnas en skillnad mellan löptiden för nominell kronskuld och för valutaskulden. Vidare hade det varit praktiskt svårt att med kort varsel förkorta den faktiska kronskulden till 3,5 år.

Riksgäldskontorets beslut om att fördela löptiden mellan den nominella kronmarknaden och valutamarknaden genom att definiera två separata riktmarkesportföljer bör utvärderas utifrån effekterna på de absoluta kostnaderna med beaktande av risk. Den utvärdering som här görs base-

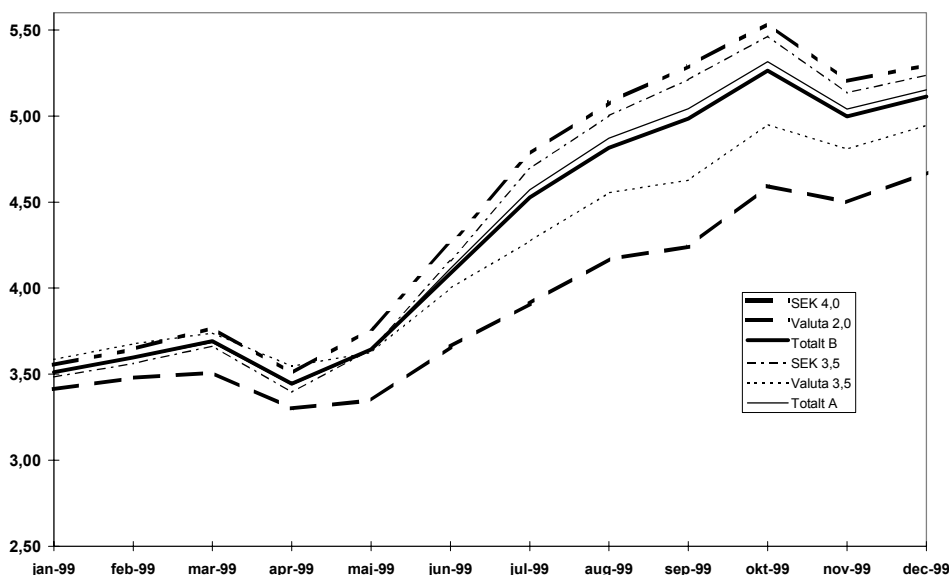
⁴ Vid årsskiftet 1998/99 var räntebindingstiden i den verkliga skulden ca 2,5 år för valutaportföljen och ca 4 år för kronportföljen.

ras på en jämförelse mellan de valda riktmärkena och ett hypotetiskt riktmärke där löptiden för såväl den inhemska som den utländska portföljen satts till 3,5 år.

Skälen för regeringens bedömning:

Den kvantitativa beräkningen baseras på en jämförelse av kostnaderna för två schabloniserade portföljer. Den ena portföljen avser att spegla regeringens riktlinjebeslut för år 1999 med en gemensam duration på 3,5 år i kron- och valutaskulderna (portfölj A). Den andra portföljen speglar Riksgäldskontorets beslut att fördela löptiden mellan två riktmärken med en duration på 2,0 år i valutaskulden och på 4,0 år i kronskulden (portfölj B).

Diagram 5.1: Månadsfördelad ränteberäkning för två hypotetiskt beräknade portföljer under år 1999 (procent).



En jämförelse mellan portföljerna visar att Riksgäldskontorets beslut att tillämpa skilda löptider i skuldslagen totalt gett en något lägre kostnad (2 räntepunkter) och en lägre risk (3 räntepunkter mätt som samlad standardavvikelse). Den högre kostnad som uppkommer genom att durationen i kronskulden har förlängts kompenseras av de lägre räntor som förkortningen i valutaskulden ger upphov till. Samtidigt är risken i valutakorsräntan lägre än i kronräntan, vilket kan sägas avspegla att variationen i en korg av räntepapper (valutaportföljen) kan förväntas bli lägre än i en portfölj med endast ett räntepapper (kronportföljen).

Tabell 5.1: Räntor och standardavvikelse för två hypotetiskt beräknade portföljer under år 1999 (procent). Skr. 1999/2000:104

	Hypotetisk Portfölj A; Riktlinjebeslut om gemensam duration			Hypotetisk Portfölj B; Riksgäldskontorets uppdelning i skilda durationer		
	SEK 3,5	Valuta 3,5	Totalt	SEK 4,0	Valuta 2,0	Totalt.
Medel- avkastning	4,39	4,19	4,33	4,47	3,90	4,31
Standard- avvikelse	0,81	0,56	0,74	0,80	0,51	0,71

Jämförelsen indikerar marginellt lägre räntekostnad och risk för den valda strategin med skilda räntebindningstider. De valda riktmärkesportföljerna kan därmed inte betraktas som sämre i kostnadstermer än en portfölj med samma räntebindningstid för bägge skuldslagen.

Det finns även kvalitativa argument till stöd för kontorets operationalisering av riktlinjerna. Dels ger de större diversifieringsmöjligheterna på valutamarknaden möjlighet att utnyttja den i genomsnitt lägre räntan på korta lån till lägre risk, dels finns praktiska svårigheter att snabbt förkorta löptiden i kronkulden. En omfördelning i den faktiska skulden till en gemensam löptid i kron- och valutaskulden skulle ha krävt omfattande derivattransaktioner och lett till höga transaktionskostnader.

Ränteskillnaden mellan de två portföljerna är dock liten i förhållande till den relativt stora standardavvikelsen i respektive portfölj. Vidare är osäkerheten i beräkningarna sådan att resultatet inte kan uppfattas som signifikant ur vare sig ekonomisk eller statistisk synvinkel. Det är därför svårt att dra några entydiga slutsatser av det kvantitativa resultatet annat än att den valda strategin med två riktmärken inte var sämre än alternativet med gemensam räntebindningstid.

6 Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa förvaltning av statsskulden

Skr. 1999/2000:104

6.1 Upplåning i nominella svenska kronor

Regeringens bedömning: För femårsperioden uppgår resultatet till ca –15 miljarder kronor jämfört med den fastställda jämförelseportföljen. Regeringen konstaterar att det negativa resultatet i huvudsak kan hänföras till den första delen av utvärderingsperioden och att det uppstod till följd av att löptiden i riktmärket förlängdes först efter det att löptiden i den faktiska skulden förlängts. Kronupplåningen har därmed inneburit att Riksgäldskontoret inte uppfyllt det uppsatta kvantitativa målet för den nominella upplåningen (inklusive valutaskuldsförvaltningen). Bedömningen försvåras av brister i riktmärkesportföljen och att det bl.a. saknas kvantitativa metoder och underlag för en utvärdering av risknivån.

Regeringen pekar på brister i statspappersmarknadens funktionssätt och anser det viktigt att arbetet med att förbättra och effektivisera statspappersmarknaden intensifieras och slutförs.

Bakgrund:

Utvärdering gentemot riktmärket

Resultatet för upplåningen i nominella svenska kronor beräknas som skillnaden i kostnader mellan riktmärkesportföljen och den faktiska skulden. Kostnaderna mäts i termer av marknadsvärden. Det nya riktmärket för år 1999 började gälla fr.o.m. april månad⁵. Kronsulden antogs därför ha legat på riktmärket under det första kvartalet, dvs. resultatet för dessa månader är definitionsmässigt satt till noll.

Vid en marknadsvärdering av skulden innebär stigande räntor att skuldens värde faller och fallande räntor att skuldens värde stiger. Ju längre genomsnittlig löptid skulden har desto större blir effekten i form av värdeförändring. Detta brukar kallas för att skuldens marknadsvärdesrisk ökar med löptiden. Resultatet gentemot riktmärket beror därmed på den faktiska genomsnittliga löptiden i förhållande till löptiden i riktmärket. En längre faktisk löptid innebär att ränterisken och därmed effekterna på marknadsvärdet blir större i den faktiska portföljen. Om räntorna går upp uppstår då en vinst i förhållande till riktmärket. Resultatet i skuldförvaltningen beror således på en kombination av ränteutvecklingen och val av löptid i förhållande till riktmärket.

⁵ Riktmärket för år 1999 beskrivs närmare i avsnitt 8 Tekniskt appendix.

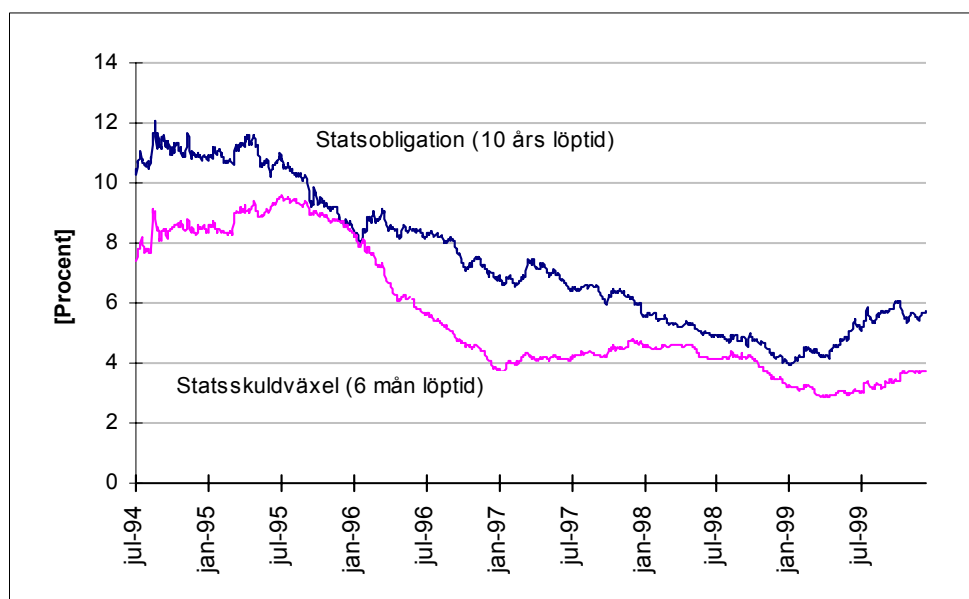
Tabell 6.1: Resultat av positioner gentemot riktmärket vid stigande respektive fallande räntor. Skr. 1999/2000:104

Faktisk position/utveckling	Stigande räntor	Fallande räntor
Längre än riktmärket	vinst	förlust
Kortare än riktmärket	förlust	vinst

Ränteutveckling 1994/95–1999

Budgetåret 1994/95 inleddes med turbulens på de finansiella marknaderna till följd av Mexikokrisen och kollapsen av Barings Bank (februari-95). Den svenska 10-årsräntan uppgick till ca 11 procent. Saneringen av de svenska statsfinanserna, ett minskat lånebehov och en ökad trovärdighet för den ekonomiska politikens inriktning på prisstabilitet tillsammans med ett lägre internationellt inflationstryck, bl.a. till följd av Asienkrisen och fallande råvarupriser, bidrog till att de långa svenska marknadsräntorna mer än halverades under perioden 1995-1998. Till följd av de förbättrade inflationsutsikterna kunde Riksbanken föra ned reporäntan från knappt 9 procent till ca 4 procent under loppet av 1996.

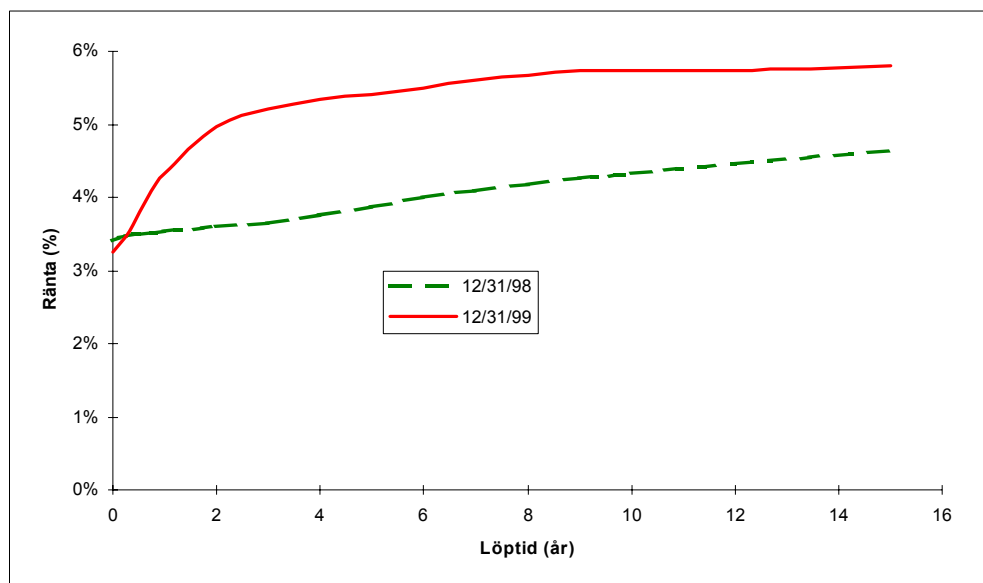
Diagram 6.1: Ränteutveckling för 10-årig statobligation och 6-månaders statsskuldväxel under 1994/95–1999 (procent).



Rysslandskrisen under problemen för den amerikanska hedgefonden LTCM under hösten 1998 följdes av en mer expansiv penningpolitik från flera av världens centralbanker. Riksbanken sänkte reporäntan till 2,9 procent under våren 1999. I takt med att effekterna av Asien- och Rysslandskriserna började klinga av skedde en omvärdering av de internationella konjunktur- och inflationsutsikterna. Detta ledde till en global långränteuppgång som inleddes under första halvåret 1999. Den svenska 10-årsräntan steg från ca 4 procent till knappt 6 procent i slutet av år 1999. Samtidigt reviderade marknaden sina förväntningar på penningpolitiken och i november höjde Riksbanken styrräntan till 3,25

procent. Avkastningskurvans lutning blev avsevärt brantare i det kortare segmentet under år 1999. Skr. 1999/2000:104

Diagram 6.2: Avkastningskurvor för svenska statspappersmarknaden i början och slutet av år 1999.

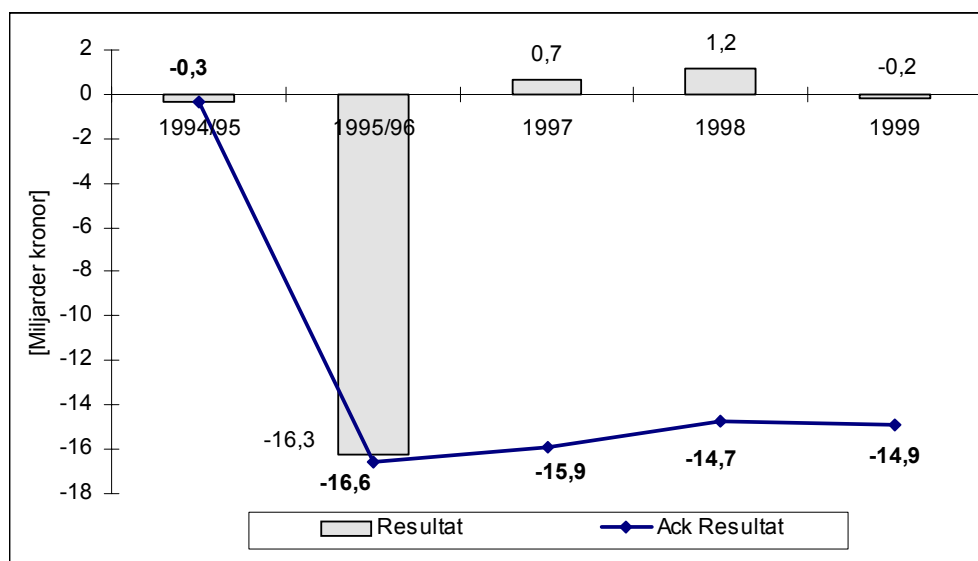


Resultat gentemot riktmärkesportföljen

Resultatet för upplåningen i nominella svenska kronor uppgår till –202 miljoner kronor för år 1999 vilket i stort sett kan betecknas som ett nollresultat. Resultatet speglar i hög grad att Riksgäldskontoret i allt väsentligt har replikerat riktmärket under år 1999. Riksgäldskontoret anger att inga aktiva positioner baserade på en viss marknadstro har tagits under året. Det utrymme för flexibilitet i syfte att ge incitament till en aktiv förvaltning som Riksgäldskontoret tilldelats i riktlinjerna för år 1999 har därmed inte utnyttjats. De avvikelser i löptid som uppstått beror i huvudsak på att Riksgäldskontoret avtalat större volymer i skuldbytesavtal än vad som ingick i riktmärket. Dessa större volymer har förkortat löptiden på kronskulden.

Den kortare löptiden i den faktiska skulden jämfört med riktmärket har resulterat i att skuldens marknadsvärde blivit något större än om riktmärket exakt replikerats. Om Riksgäldskontoret valt att förlänga skuldens genomsnittliga löptid inom ramen för sitt mandat hade i stället skuldens marknadsvärde förmodligen blivit lägre och ett positivt resultat uppstått. Detta hade då krävt ett aktivt positionstagande baserat på en uppfattning om ränteutvecklingen. Riksgäldskontoret diskuterar i sin årsredovisning inte varför man avstått från att utnyttja möjligheten att på så sätt försöka minska kostnaderna i statsskuld förvaltningen. Ett sådant agerande hade dock inneburit ett avsteg från den praxis som gällt under tidigare år, då Riksgäldskontoret systematiskt undvikit att väga in kortsiktiga räntebedömningar i förvaltningen av kronskulden.

Diagram 6.3: Resultat för upplåningen i nominella kronor fördelat per år och för perioden 1994/95–1999⁶ (miljarder kronor). Skr. 1999/2000:104



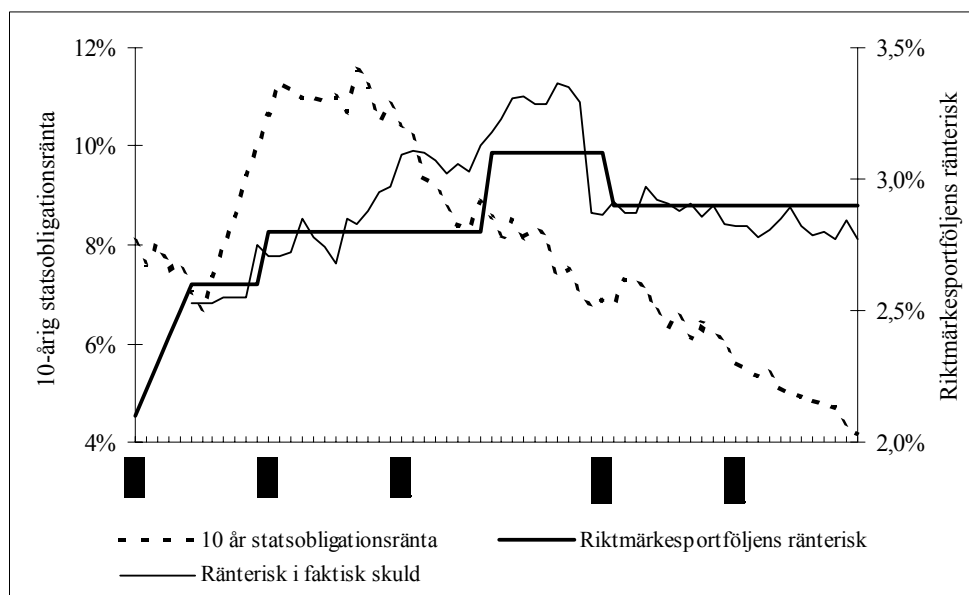
Resultatet för förvaltningen av den nominella kronskulden för femårsperioden som helhet uppgår till sammanlagt knappt –15 miljarder kronor. I fjolårets utvärdering av Riksgäldskontorets förvaltning konstaterades att kontoret formellt inte uppnått det kvantitativa målet att låna till lägre kostnader än riktmärket. Det konstaterades samtidigt att det negativa resultatet nästan i sin helhet kan hänföras till budgetåret 1995/96.

Till följd av den stora ökningen i statsskulden i början 1990-talet valde Riksgäldskontoret att då öka skuldens genomsnittliga löptid. Syftet var att minska refinansieringsrisken. Detta gjordes dels genom att förlänga löptiden i riktmärket, dels genom att förlänga den genomsnittliga löptiden på den faktiska skulden. Löptiden i den faktiska skulden kom dock att bli längre än för riktmärkesportföljen, även efter det att riktmärket justerats vid årsskiftet 1995–1996 (se även diagram 6.4). Åtgärden innebar också att marknadsvärdesrisken och därmed risken för stora förändringar i det uppmätta resultatet för den nominella kronskulden ökade. Eftersom räntorna visade en fallande trend under budgetåret 1995/96 så steg marknadsvärdet snabbare i den faktiska skulden jämfört med riktmärkesportföljen, vilket förklarar det negativa resultatet på 16,3 miljarder kronor.

⁶ Resultatet för år 1999 är inte helt jämförbart med resultaten för 1994/95-1998 (se avsnitt 8 Teknisk appendix för närmare förklaring). Enligt Riksgäldskontorets årsredovisning förvränger dock detta inte de slutsatser som kan dras av resultatjämförelser mellan åren.

Diagram 6.4: Riktmärkesportföljens och den faktiska portföljens ränterisk samt den 10-åriga statsobligationsräntan under budgetåren 1993/94–1998.

Skr. 1999/2000:104



Regeringen konstaterade dock i föregående års utvärdering att en sådan förändring av den genomsnittliga löptiden i skulden kan karaktäriseras som strategisk och borde ha föregåtts av en justering av riktmärkesportföljen på ett tidigare stadium. Detta skulle dels ha tydliggjort riktmärkesportföljens uppgift som styrinstrument för Riksgäldskontorets operativa förvaltning samtidigt som det kraftigt skulle ha reducerat det negativa resultatet. Det kan dock konstateras att den modell för styrning av statsskuld förvaltning som existerade före år 1999 var mindre tydligt utformad.

Marknadsvård och andra åtgärder på den nominella kronmarknaden 1999

Enligt regleringsbrevet för år 1999 skall Riksgäldskontoret genom marknadsvårdande åtgärder långsiktigt uppnå lägre absoluta kostnader för statsskulden. Riksgäldskontoret har under året vidtagit en rad åtgärder i syfte att förbättra marknadens funktionssätt.

Riksgäldskontoret erbjuder bl.a. möjligheter till byten och återköp av nominella statspapper för återförsäljarna. Sådana åtgärder kan antas bidra till en likvidare andrahandsmarknad för obligationer och en mer transparent prisbild. Detta kan i sin tur förväntas bidra till att minska eventuella likviditetsriskpremier. Kostnaden för byten och återköp beräknas av Riksgäldskontoret till 50 miljoner kronor (på en volym av 28 miljarder kronor) under år 1999. Denna kostnad skall sättas i relation till de lägre absoluta lånekostnader som en likvidare marknad kan förväntas medföra. Att kvantifiera dessa effekter är dock svårt.

Vidare genomförs s.k. stripping där Riksgäldskontoret köper kuponobligationer och i utbyte emitterar en uppsättning nollkuponobligationer som delar upp det nominella beloppet och räntebetalningarna i skilda värdepapper. Dessa värdepapper ger exakt samma kassaflöde som innehavet av den ursprungliga obligationen gav. Bytena syftar dels till att

främja likviditeten i statsskuldväxelmärknaden men också till att minska refinansieringsrisken då förfall av stora obligationslån sprids ut på flera statsskuldväxellån.

Riksgäldskontoret är därutöver aktiv i repomärknaden av två skäl; dels för att i märknadsvårdande syfte upprätthålla en god likviditet i statspappersmärknaden, dels för att förbättra likviditetshanteringen. Repor innebär antingen att upplåning sker i utbyte mot värdepapper eller att överskottslikviditet placeras i utbyte mot värdepapper. För repoverksamheten kan en liten ekonomisk effekt avläsas. Repor görs till lägre ränta än dagslåneräntan vilket under år 1999 medförde en besparing på drygt 4 miljoner kronor. Riksgäldskontoret införde också en extra repofacilitet på statspappersmärknaden inför årsskiftet 1999/2000 för att minska den oro för störningar i systemet som kunde ha uppstått.

Riksgäldskontoret har även varit aktiv i försöken att skapa ett svensk elektroniskt system för handel i räntebärande värdepapper. Under hösten 1998 introducerades två futureskontrakt. Det underliggande orderflödet blev emellertid aldrig tillräckligt stort och märknaden upphörde i praktiken under sommaren 1999 då märknadsgaranterna slutade ställa bindande tvåvägspriser. Den gamla strukturen med en telefonmärknad har i stället återuppstått. Regeringen konstaterar att den svenska räntemärknaden fortfarande uppvisar brister när det gäller likviditet och effektivitet. Det kan också noteras att Finansmärknadsutredningen i sitt betänkande Finanssektorns framtid (SOU 200:11) pekat ut räntehandels funktionsätt som en konkurrensnackdel för den svenska finansiella sektorn.

För närvarande pågår ett arbete med att skapa en elektronisk plattform i syfte att förbättra likviditeten och tillgängligheten för statspappersmärknaden. I arbetet deltar återförsäljare och Riksgäldskontoret. Regeringen har också i 2000 års ekonomiska vårproposition (prop. 1999/2000:100) föreslagit att riksdagen ger regeringen ett bemyndigande att fatta beslut om delägarskap i en sådan elektronisk märknadsplats om så är lämpligt.

Skälen för regeringens bedömning:

Enligt verksamhetsmålet för den nominella kronskulden och valutaskulden skall Riksgäldskontoret, med beaktande av risken i förvaltningen, under en femårsperiod uppnå lägre kostnader för statsskulden relativt kostnaden för den fastställda riktmärkesportföljen. Resultatet för den nominella kronskulden under femårsperioden är negativt i kvantitativa termer och uppgår till knappt -15 miljarder kronor. Kronupplåningen har därmed inneburit att Riksgäldskontoret inte uppfyllt det kvantitativa målet för den samlade nominella upplåningen (inklusive valutaskuldsförvaltningen).

Det negativa resultatet kan i huvudsak hänföras till första delen av utvärderingsperioden och uppstod genom myndighetens åtgärder som syftade till att minska refinansieringsrisken under inledningen av den statsfinansiella saneringen. Det negativa resultatet uppstod således under en turbulent och i tiden isolerad period och måste vägas mot den då aktuella riskbilden. En annan fråga är huruvida Riksgäldskontoret genom sitt agerande ändå bidragit till att uppfylla effektmålet, dvs. till att minimera

kostnaderna i förhållande till risknivån. Detta diskuteras i avsnitt 7. Det är i efterhand svårt att göra en bedömning av en sådan avvägning eftersom det bl.a. saknas kvantitativa metoder och underlag för en utvärdering av risknivån. Det kan också konstateras att det negativa resultatet hade kunnat undvikas med ett administrativt beslut om att på ett tidigare stadium förlänga riktmärket.

Riksgäldskontoret har under år 1999 valt att i stort sett replikera riktmärket och markerat att man medvetet avstått från att ta positioner baserat på någon räntetro. Det finns flera skäl för Riksgäldskontoret att undvika positionstagande baserat på en räntetro. Det kan leda till mindre stabilitet i emissionerna med sämre möjligheter för marknaden till framförhållning när det gäller att bedöma statens utbud av statsobligationer. Riksgäldskontoret är ensam emittent av ungefär hälften av den utestående stocken av kronobligationer (den andra halvan står i huvudsak bostadsinstituten för). Det innebär att större förändringar av utbudet kan påverka räntebilden. Det kan således inte uteslutas att avkastningskurvan hade fått ett annat utseende om kontoret valt en markant annorlunda position. Vidare skulle ett positionstagande i princip även kunna uppfattas som ett agerande baserat på en initierad bedömning av penningpolitiken.

Riksbankens oberoende borde dock ha ökat möjligheterna för Riksgäldskontoret att agera självständigt utan att detta skulle behöva uppfattas som en penningpolitisk signal. Även om det finns skäl för Riksgäldskontoret att avstå från mer omfattande positionstagande baserat på räntetro saknas i kontorets årsredovisning en tydlig analys av varför man valt att i stort sett exakt replikera riktmärket. Om Riksgäldskontoret mer eller mindre exakt väljer att replikera riktmärket blir den nuvarande strukturen med ett delegerat riskmandat och utvärdering av detsamma inte särskilt meningsfull. Den fråga som bör resas är om det inte hade varit möjligt för kontoret att, åtminstone marginellt, anpassa skuldportföljen för att begränsa den skuldökning i marknadsvärdestermier som följde av räntepågången under år 1999. Räntepågången skedde gradvis och var knappast helt oväntad. Som framgått är emellertid frågan om i vilken utsträckning Riksgäldskontoret bör ta positioner baserat på prognoser över ränteutvecklingen varken enkel eller okontroversiell. Riksgäldskontoret har särskilt angett att det inte är berett att ta sådana positioner.

Regeringen avser att till beslutet om riktlinjer för statsskuldspolitiken för år 2001 återkomma med en utförligare diskussion om hur aktivt Riksgäldskontoret bör vara när det gäller att ta positioner i förvaltningen av den nominella kronkulden.

Regeringen bedömer att de marknadsvårdande åtgärderna har bidragit till en mer effektiv marknad och lägre lånekostnader för staten i absoluta termer. Dessa åtgärder är inte möjliga att mäta kvantitativt (även om detta vore önskvärt). Åtgärderna ger heller inte utslag i resultatet vid mätning gentemot en riktmärkesportfölj. Vid en samlad bedömning av upplåningen i nominella kronor måste dock, via en kvalitativ bedömning, de marknadsvårdande åtgärderna vägas in och beaktas.

Regeringen kan konstatera att det finns utrymme för en förbättrad svensk marknadsstruktur för handeln i räntebärande instrument. Riksgäldskontoret har ett ansvar för statspappersmarknadens funktionssätt. Det är enligt regeringens uppfattning viktigt att det arbete som påbörjats

för att erhålla en effektivare marknad intensifieras och leder till ett resultat. Skr. 1999/2000:104

6.2 Upplåning i utländsk valuta

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret uppvisar ett positivt resultat för förvaltningen av valutaskulden. För femårsperioden uppgår resultatet till 3,6 miljarder kronor jämfört med den uppsatta jämförelseportföljen. Även i jämförelse med de av Riksgäldskontoret anlitade externa förvaltarna har Riksgäldskontoret presterat ett bättre resultat. Resultatet har uppnåtts samtidigt som risktagandet har varit lägre än för de externa förvaltarna.

Bakgrund:

Valutafördelningen och nivån på ränterisken i skulden i utländsk valuta fastställs av Riksgäldskontorets styrelse och avspeglas i riktmärkesportföljen. Genom att styrelsen inom väl definierade gränser angett utrymme för avvikelser från riktmärket kan en aktiv förvaltning av valutaskulden bedrivas. Kontoret kan då, i enlighet med sin ränte- och/eller valutatro, positionera sig på olika delmarknader genom förändringar i andelen av skulden av en viss valuta eller genom förändringar i löptid i den faktiska valutaskulden i förhållande till riktmärkesportföljen.

Upplåning i utländsk valuta behöver dock inte genomföras enligt riktmärkesportföljens sammansättning. Med hjälp av derivatinstrument kan upptagna lån transformeras om till riktmärkesportföljens valutasammansättning och ränterisk. Exempelvis utgör utestående lån i euro 42 procent av valutaskulden, medan riktmärkesportföljen består av 67 procent euro. Genom valutaswappar transformeras skulden från andra valutor till euro.

Riksgäldskontorets strategi är inriktad på en aktiv förvaltning av skulden i utländsk valuta. De överväganden som kontoret baserar sina positioner på bygger i huvudsak på analyser av den förväntade fundamentala ekonomiska utvecklingen. De positioner som kontoret intar och de resultat som följer därav kan delas in i två delar; resultat som hänför sig till positioner som baseras på förväntad ränteutveckling och resultat som kan baseras på förväntad valutautveckling.

Riksgäldskontorets nyupplåning

Under år 1999, liksom år 1998, fortsatte amorteringen av valutaskulden. Storleken på amorteringen uppgick till 25 miljarder kronor i enlighet med regeringens riklinjebeslut. Amorteringen i kombination med lägre volymer förfallande lån samt uppköp av utestående lån medförde att bruttoupplåningen i utländsk valuta minskade under år 1999 jämfört med år 1998.

Nyupplåningen i utländsk valuta inriktades under år 1999, i likhet med år 1998, på långfristig upplåning i publika lån i euro samt på upplåning i

svenska kronor som genom skuldbytesavtal (kron/valutaswappar) omvandlats till skuld i utländsk valuta. Den utestående stocken av kortfristig valutaupplåning (commercial papers) fortsatte att amorteras ned.

Fördelningen mellan de olika upplåningsinstrumenten baseras på en avvägning mellan lånekostnader på kort respektive lång sikt. Upplåning via skuldbytesavtal ger i allmänhet den lägsta mätbara lånekostnaden på kort sikt men ger å andra sidan inte de positiva effekter i form av breddad investerarbaserad upplåning i t.ex. euro långsiktigt kan ge.

Tabell 6.2 Volymer för de olika upplåningsinstrumenten 1995–1999 (miljarder kronor).

	1995	1996	1997	1998	1999
Publika lån	98,4	57,0	34,1	34,2	22,3
Skuldbytesavtal (kron/valutaswappar)	-	20,8	20,6	30,7	40,0
Private placements ¹	20,1	15,0	15,8	1,9	-
Commercial paper ²	0,8	-3,5	-37,0	-44,0	-25,7

¹ Lån riktade direkt mot en investerare.

² Upplåningen via commercial paper avser nettoupplåning medan övriga poster avser bruttoupplåning.

Upplåningskostnaderna reducerades kraftigt under 1999 genom utnyttjande av skuldbytesavtal (se tabell 6.3). Skuldbytesavtalet innebär att kontoret erhåller en tillgång i kronor och en skuld i utländsk valuta. Tillgången är lika stor som den kronskuld som uppstod vid emissionen av kronobligationen. På så sätt omvandlas en kronskuld till en valutaskuld. Besparingen uppstår genom att räntan på krontillgången som kontoret erhåller från motparten i affären, är högre än den ränta som betalas för obligationen. Denna skillnad kallas för swappspreaden; se diagram 6.4. Resultatmätningen görs sedan som en jämförelse mellan nettokostnaderna för ett valutalån som skapas genom att upplåningen i kronor via skuldbytesavtal omvandlas till en valutaskuld och kostnaderna för motsvarande upplåningen på kapitalmarknaden. Resultatet brukar anges i räntepunkter (100-dels procentenheter).

Diagram 6.5: Skillnaden mellan svensk 10-åriga swappränta och 10-årig statsobligationsränta (räntepunkter).



Swappspreaden uppvisade under år 1999 stora variationer. I början året minskade spreaden efter att turbulensen i samband med krisen i Ryssland klingade av. Under andra kvartalet ökade dock spreaden, bl.a. beroende på en minskad benägenhet till kreditexponering inför befarade datorelaterade problem vid årsskiftet 1999/2000. Under samma period valde kontoret att öka upplåningen via skuldbytesavtal på bekostnad av andra upplåningsformer. Under år 1999 genomfördes nyupplåning på 40 miljarder kronor via skuldbytesavtal. Vid utgången av år 1999 var den utestående volymen skuldbytesavtal ca 112 miljarder kronor, motsvarande ca 26 procent av skulden i utländsk valuta (inklusive derivatinstrument).

Vad gäller långfristig kapitalmarknadsupplåning så fortsatte Riksgäldskontoret strategin med att emittera identiska lån i kronor och i euro (parallellkonceptet). Syftet med konceptet är främst att bredda investerbasen för svenska statsobligationer och främja en internationalisering av den svenska statspappersmarknaden.

Riksgäldskontorets nyupplåning på de internationella kapitalmarknaderna utvärderas separat från förvaltningen av den utestående skulden i utländsk valuta. De besparingar som upplåningen via skuldbytesavtal medför innebär att kostnaderna för den faktiska valutaskulden såväl som för riktmärket blir lägre. Besparingarna avspeglas således inte i resultatet gentemot riktmärkesportföljen. Utvärderingen av nyupplåningen kan göras genom en jämförelse av kostnaderna för olika upplåningsstrategier, bl.a. direkt upplåning i utländsk valuta respektive upplåning via skuldbytesavtal.

Tabell 6.3: Upplåningskostnader för olika upplåningsinstrument 1995–1999 jämfört med USD-Libor (räntepunkter).

	1995	1996	1997	1998	1999
Publika lån	-7,8	-14,7	-21,3	-6,7	-3,0
Skuldbytesavtal (kron/valutaswappar)	-	-30,8	-31,8	-52,3	-60,0
Private placements	-6,0	-23,2	-23,5	-24,8	-
Commercial paper	-12,5	-12,5	-19,0	-17,5	-18,8
Genomsnittlig kostnad ¹	-7,5	-19,6	-24,7	-27,9	-39,6

¹ Genomsnittlig kostnad exklusive commercial paper.

Under år 1999 minskade den genomsnittliga upplåningskostnaden. Detta förklaras bl.a. av större volymer i skuldbytesavtalen. Den genomsnittliga kostnaden för upplåningen med hjälp av skuldbytesavtal var ca 60 räntepunkter lägre än noteringarna för USD-Libor-räntan. Detta är ca 55 räntepunkter lägre än kostnaden för alternativ kapitalmarknadsupplåning vilket nuvärdesberäknat innebär en kostnadsbesparing om ca 1,2 miljarder kronor för år 1999.

Sedan år 1995 har den genomsnittliga lånekostnaden för utlandsupplåningen förbättras från 7,5 räntepunkter till 39,6 räntepunkter lägre än räntenoteringarna för USD-Libor-räntan. Förbättringen förklaras framför allt av den ökade användningen av upplåning i kronor som omvandlats till positioner i utländsk valuta via skuldbytesavtal. Under det senaste året har den genomsnittliga lånekostnaden minskat med ca 12 räntepunkter,

vilket nuvärdesberäknat motsvarar en förbättring på ca 400 miljoner kronor jämfört med år 1998.

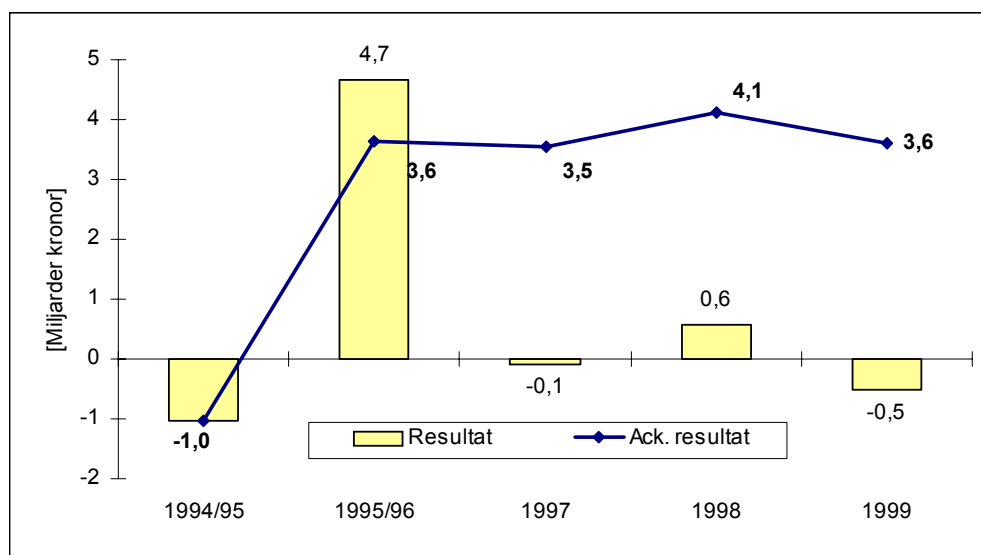
Skr. 1999/2000:104

Riksgäldskontorets skuldförvaltning

Riksgäldskontorets strategi när det gäller räntepositioner byggde främst på att den svaga ekonomiska utvecklingen i EMU-länderna skulle brytas med stigande räntor som följd och att den långvariga konjunkturuppgången i USA skulle mattas med fallande räntor som följd. Riksgäldskontorets ränterisk på respektive delmarknad anpassades efter dessa bedömningar vilket resulterade i ett svagt positivt resultat på 65 miljoner kronor för år 1999 (se tabell 6.4). Riksgäldskontorets enda större valuta-position under året, som i grunden byggde på en förstärkning av euron, resulterade i ett underskott på 571 miljoner kronor.

Resultatet för upplåning i utländsk valuta uppgår sammantaget till -506 miljoner kronor för år 1999, vilket motsvarar 0,12 procent av valutaskuldens genomsnittliga värde under året.

Diagram 6.6: Resultat av förvaltningen av skulden i utländsk valuta i förhållande till riktmärket 1994/95–1999 (miljarder kronor).



Resultatet för upplåning och skuldförvaltning i utländsk valuta uppgår totalt för femårsperioden till 3,6 miljarder kronor. Riksgäldskontorets strategiska räntepositionering i upplåningen av utländsk valuta har, något förenklat, byggts på att de långa räntorna under perioden fram till dess att euron skulle införas vid ingången av år 1999 skulle konvergera mot den tyska räntan. Denna utveckling var också allmänt förväntad och en utveckling som många placerare på marknaden hade agerat utifrån. Strategin baserades således på en räntenedgång i de s.k. högränteländerna, bl.a. Italien, Spanien och Storbritannien. Nedgången blev också kraftig i dessa länder vilket under perioden 1994/95–1999 medförde ett positivt resultat på knappt 3,8 miljarder kronor.

Positioner baserade på uppfattningar om valutakursutvecklingen har under perioden 1994/95–1999 totalt gett ett negativt resultat på 0,2 miljarder kronor.

Tabell 6.4: Resultat av förvaltningen av skulden i utländsk valuta i förhållande till riktmärket fördelat på ränte- respektive valutapositioner 1994/95–1999 (miljoner kronor).

Skr. 1999/2000:104

	1994/95	1995/96 (18 mån)	1997	1998	1999	Hela perioden
Räntepositioner	849	2 352	-97	611	65	3 780
Valutapositioner	-1 894	2 316	13	-41	-571	-177
Totalt resultat	-1 045	4 668	-84	570	-506	3 603
<i>Ack. Resultat</i>	-1 045	3 623	3 539	4 109	3 603	3 603

Till skillnad mot det uppmätta resultatet på den inhemska marknaden är resultatet för upplåning i utländsk valuta otvetydigt. Eftersom Riksgäldskontoret inte påverkar räntebildningen i utländsk valuta genom sin upplåningspolitik finns det i princip inte några marknadsvårdande aspekter att ta hänsyn till. Marknadsvårdande åtgärder har därför i mycket liten utsträckning någon effekt på kostnaderna för den utländska upplåningen.

Riksgäldskontorets resultat jämfört med de externa förvaltarna

Riksgäldskontoret anlitar sedan år 1992 externa förvaltare som förvaltar en mindre del, ca 5 procent, av statsskulden. Dessa agerar utifrån samma riktlinjer om duration och valutasammansättning som den operativa verksamheten i kontoret. Genom att jämföra Riksgäldskontorets resultat med de externa förvaltarnas ges kompletterande information om i vilken grad målet för upplåningen i utländsk valuta har uppnåtts och under vilket risktagande detta har skett. Antalet externa förvaltare har varierat under åren. År 1999 var de två till antalet.

En sådan jämförelse visar att Riksgäldskontoret under utvärderingsperioden genomgående har presterat ett bättre resultat än de externa förvaltarnas genomsnittliga resultat (0,80 procent respektive -0,16 procent av förvaltat statsskuld). För år 1999 uppvisar Riksgäldskontoret såväl som de externa förvaltarna ett negativt resultat, -0,12 procent respektive -0,33 procent av förvaltat belopp.

Tabell 6.5: Riksgäldskontorets resultat och risktagande i förhållande till anlitade externa förvaltare under perioden 1994/95–1999. Skr. 1999/2000:104

		1994/95	1995/96 ¹⁾	1997	1998	1999	Hela perioden
Resultat i procent av förvaltad belopp	Rgk	-0,26%	0,72%	-0,02%	0,12%	-0,12%	0,80%
	Ext. förv. ²⁾	-0,58%	0,55%	0,09%	-0,16%	-0,33%	-0,16%
Risk ³⁾	Rgk	0,42%	0,29%	0,17%	0,28%	0,10%	0,29%
	Ext. förv. ²⁾	0,28%	0,32%	0,17%	0,29%	0,17%	0,28%
Informationskvot ⁴⁾	Rgk	Negativ	2,5	Negativ	0,4	Negativ	0,5
	Ext. förv. ²⁾	Negativ	1,7	0,5	Negativ	Negativ	Negativ

1) Budgetåret 1995/96 omfattade 18 månader. Det procentuella resultatet är omräknat till 12 månaders tal.

2) Avser genomsnittet av samtliga förvaltare.

3) Anger hur mycket kostnaden varierat. Beräknat som årlig standardavvikelse skattad med månadsdata.

4) Anger resultatet i relation till risken.

Den s.k. informationskvoten ger ett mått på resultatet i förhållande till tagen risk. En hög informationskvot indikerar ett bra resultat i relation till risktagandet, dvs. ju högre värde desto bättre. Riksgäldskontoret har under femårsperioden 1994/95–1999 uppnått en högre informationskvot än genomsnittet för de externa förvaltarna. Sammantaget innebär detta att kontorets genomsnittligt högre resultat har uppnåtts till ett lägre risktagande jämfört med de externa förvaltarna.

Skälen för regeringens bedömning:

Enligt verksamhetsmålet för den nominella kronskulden och valutaskulden skall Riksgäldskontoret, med beaktande av risken i förvaltningen, under en femårsperiod uppnå lägre kostnader för statsskulden relativt kostnaden för den fastställda riktmärkesportföljen. Det sammantagna resultat för femårsperioden uppgår till 3,6 miljarder kronor. Förvaltningen av valutaskulden bidrar därmed till att i den här delen uppfylla det kvantitativa verksamhetsmålet.

I jämförelse med de externa förvaltarna har Riksgäldskontoret presterat ett bättre resultat för år 1999 såväl som för femårsperioden. Det genomsnittliga resultatet under femårsperioden uppgår till 0,80 procent respektive -0,16 procent av förvaltad statsskuld för Riksgäldskontoret respektive de externa förvaltarna. Resultatet har uppnåtts samtidigt som Riksgäldskontorets risktagande har varit lägre än för de externa förvaltarna.

Riksgäldskontoret har sedan länge bedrivit en aktiv förvaltning av valutaskulden. Resultatet för upplåning i utländsk valuta är mer otvetydigt jämfört med resultatet för den nominella kronmarknaden eftersom effekter som inte fångas av riktmärkesutvärderingen, t.ex. av marknadsvård, i princip inte förekommer alls. Sett över utvärderingsperioden kan därför Riksgäldskontorets förvaltning av valutaskulden betecknas som framgångsrik.

I riktlinjebeslutet för år 1999 angavs att valutaskulden skulle amorteras med ett belopp motsvarande 25 miljarder kronor med en möjlighet att avvika från detta belopp uppåt eller nedåt med 5 miljarder kronor. Flexibiliteten avsåg framför allt att ge kontoret ökade möjligheter att parera förändringar i lånebehovet. Flexibiliteten gav även Riksgäldskontoret möjlighet att i viss utsträckningen välja mellan nominell kronupplåning och valutaupplåning i syfte att minska kostnaderna. Ett sådant positionstagande skulle då baseras på en uppfattning om kronans valutakursutveckling. En positionering under år 1999 baserad på en förväntad kronförstärkning med en långsammare amorteringstakt borde ha sänkt kostnaderna för statsskulden.

Det finns flera skäl för Riksgäldskontoret att inte ta sådana positioner. De valutaväxlingar som görs av Riksgäldskontoret vid amortering av valutaskulden bör inte bidra till en ökad osäkerhet om valutaflödena som kan påverka variabiliteten i kronan. Riksbankens uppfattning inför riktlinjebeslutet år 1999 var att kontoret skulle få en mycket begränsad flexibilitet. Möjligheterna till en aktiv förvaltning begränsades således av Riksbankens önskemål. Vidare påverkas valutaamorteringens storlek för ett givet år av förändringar i kronkursen. En viss flexibilitet runt amorteringsriktmärket krävs därför enbart för att kunna hantera osäkerheten om amorteringsutfallet räknat i kronor. Den flexibilitet som Riksgäldskontoret fått under år 1999 har i praktiken varit för liten för att kunna utnyttjas för något egentligt aktivt positionstagande gentemot amorteringsriktmärket. Riksbankens önskemål om begränsad flexibilitet i valutaupplåningens storlek har således utgjort en bindande restriktion för kontorets möjligheter att sänka upplåningskostnaderna genom ett aktivt positionstagande.

Regeringen avser att till beslutet om riktlinjer för statsskuldspolitiken för år 2001 återkomma med en utförligare diskussion om graden av flexibilitet i valutaupplåningen och hur denna bör utnyttjas.

6.3 Upplåning i realobligationer

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret uppvisar ett positivt resultat för upplåningen i reala obligationer för femårsperioden, 6,8 miljarder kronor. Riksgäldskontoret har därmed uppnått det kvantitativa målet för upplåningen genom realobligationer.

Regeringen pekar på brister i realobligationsmarknadens funktions sätt och anser det angeläget att en aktiv marknadsvård bedrivs i syfte att öka likviditeten och effektiviteten i andrahandsmarknaden för realobligationer.

Bakgrund:

Realobligationer fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj eftersom de erbjuder möjligheter att ytterligare diversifiera statsskuldens sammansättning och minska beroendet av olika delmarknader. Samtidigt får investerare själva diversifieringsmöjligheter via en ny tillgångsklass. Real-

ränteobligationen ger investeraren ett skydd mot inflationen. Det är istället Riksgäldskontoret som bär inflationsrisken genom att återbetalningen av lånen och kupongröntan indexeras till inflationsutvecklingen under obligationens löptid. Upplåningen i realobligationer bör även öka trovärdigheten för prisstabilitetspolitiken. Förklaringen är att de statsfinansiella vinsterna med att driva en "inflationistisk" politik minskar då skuldens värde inte skrivs ned i reala termer vid en sådan politik.

Regeringen angav i riktlinjerna för år 1999 att den utestående stocken av realränteobligationer inte skulle minska. Det långsiktiga målet är att låneformen inte ska vara dyrare än nominell upplåning.

Resultat och break-even-inflation

Resultatet för realobligationsupplåningen beräknas som den hittillsvarande kostnadsskillnaden mellan upplåning i nominella och reala obligationer. Denna mäts som skillnaden mellan förväntad inflation vid upplåningstillfället och realiserad inflation fram till utvärderingstillfället. Det slutliga resultatet av upplåningen i realobligationer föreligger därmed inte förrän vid tidpunkten då realobligationen har förfallit. En stigande inflation under lånens återstående löptid kan därför försämra det faktiska resultatet i upplåningen.

Upplåning genom realränteobligationer kan bedömas genom att studera den s.k. break-even-inflationen och riskpremien. Break-even-inflationen är den nivå som en genomsnittlig framtida inflation maximalt kan uppgå till för att upplåning via realobligationer ska vara kostnadsneutral jämfört med upplåning via nominella obligationer. Det är detta mått på inflationsförväntningar som utnyttjas vid beräkningen av resultatet. För staten som emittent av realobligationer innebär detta att kostnaderna för reallån blir lägre jämfört med motsvarande nominella lån så länge som den genomsnittliga realiserade inflationen understiger break-even-inflationen under lånens löptid.

Break-even-inflationen kan i sin tur delas upp i en förväntad framtida inflation och en s.k. riskpremie. Riskpremien kan sägas bestå av en värdering av inflationsrisken i en nominell placering och en kompensation för skillnaden i likviditet mellan marknaderna för reala och nominella lån. Riskpremien beräknas genom att från den vid emissionstillfället gällande nominella räntan subtrahera realräntan vid emissionstillfället och den av marknaden förväntade inflationen. Premien utgör med andra ord en kostnad som staten slipper att betala genom att emittera realränteobligationer om den framtida inflationen i genomsnitt blir densamma som den vid emissionstillfället förväntade inflationen. Samtidigt bör beaktas att staten i stället tar över inflationsrisken.

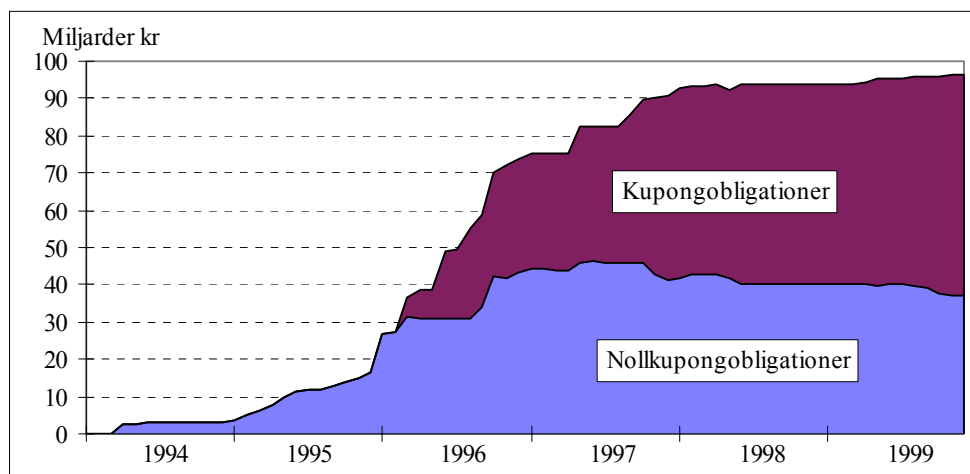
Marknadsutveckling 1994/95–1999

Riksgäldskontoret har emitterat realobligationer sedan april 1994. Omfattningen var till en början blygsam. Intresset för realränteobligationer har därefter ökat, inte minst som ett resultat av att placeringsinstrumentet med tiden blivit allt mer känt. Under budgetåret 1995/96 ökade den

emitterade volymen av realobligationer markant då totalt 46 miljarder kronor emitterades. Detta motsvarar i stort sett hälften av den nuvarande utestående stocken av realobligationer. I förhållande till den övriga utvärderingsperioden var break-even-inflationen och riskpremien vid denna tidpunkt relativt höga.

Under åren 1997 och 1998 emitterades små volymer av realobligationer, främst troligen beroende på en mättnad hos placerarna men också på grund av att både break-even-inflationen och riskpremierna föll.

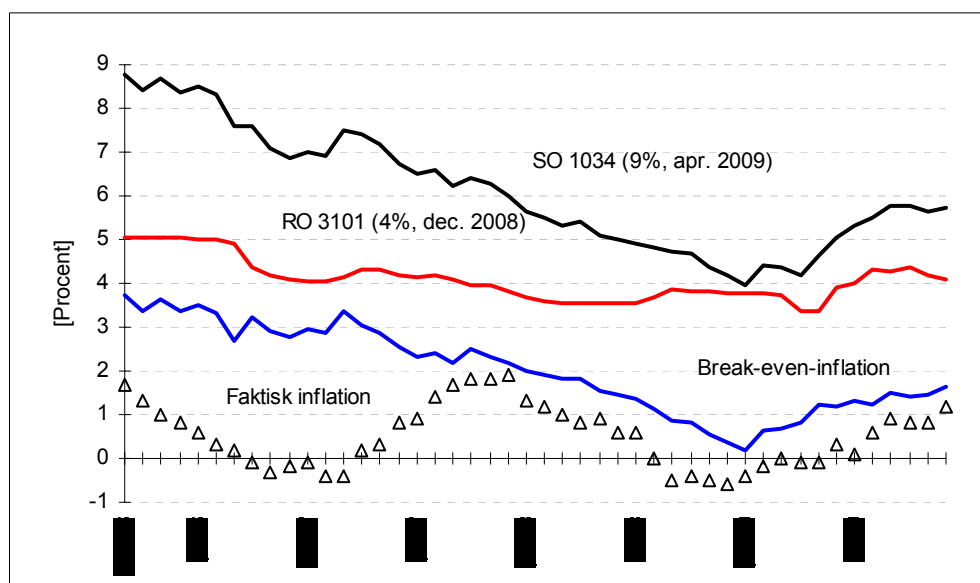
Diagram 6.7: Utestående stock realobligationer 1994–1999 (miljarder kronor).



Under år 1999 ökade den utestående stocken realobligationer från 93,7 till 96,5 miljarder kronor (motsvarande en ökning från 6,5 till 7,0 procent av den totala statsskulden). Samtidigt fortsatte utvecklingen mot en relativt större andel kupongobligationer på bekostnad av nollkupongobligationer under år 1999. Skälen är dels att investerare alltmer kommit att föredra kupongobligationer, dels en strävan från Riksgäldskontoret att minska den refinansieringsrisk som uppstår när stora nollkupongsobligationer förfaller.

Syftet med diagrammet nedan är att övergripande visa utvecklingen i break-even-inflationen och den faktiska inflationen. Observera att om andra obligationer än nedanstående (SO 1034 och RO 3101) valts ut skulle utvecklingen på marginalen kunnat ha sett något annorlunda ut.

Diagram 6.8: Nominell och real ränta, break-even-inflation och faktisk inflation under 1996–99 (procent och månadsdata). Skr. 1999/2000:104



Under perioden 1996–1998 har break-even-inflationen fallit successivt, från knappt 4 procent till nära noll procent. Detta beror främst på en nedgång i den långa nominella räntan samtidigt som realräntan under samma period varit relativt stabil. Inflationsutfallet har under samma period varierat mellan 2 procent och svagt negativa utfall.

Under år 1999 har den nominella räntan stigit från 4,1 procent till 5,7 procent. Den reala räntan inledde och avslutade året runt 4 procent, men uppvisade relativt stora variationer under året. Sammantaget betyder det att break-even-inflationen för denna löptid steg från 0,2 procent till ca 1,6 procent under år 1999. Samtidigt steg den faktiska inflationen under året från -0,4 procent till 1,2 procent.

Marknadsvård på realobligationsmarknaden

För att uppnå regeringens långsiktiga krav på den reala upplåningen krävs att Riksgäldskontoret vidtar olika marknadsvårdande åtgärder. Bland annat kan nämnas att kontoret under år 1999 återgick till att emittera realobligationer via auktioner i syfte att dels överlåta prissättningen av lånen till marknadsplatsen, dels öka tydligheten om utbudet av realobligationer under året. Vidare gavs kontorets återförsäljare möjligheter till löpande byten mellan olika realobligationer i syfte att biförbättra marknadens funktionssätt. Inför år 2000 har Riksgäldskontoret infört ettåriga återförsäljaravtal och vidtagit andra åtgärder för att bredda investerarbaser.

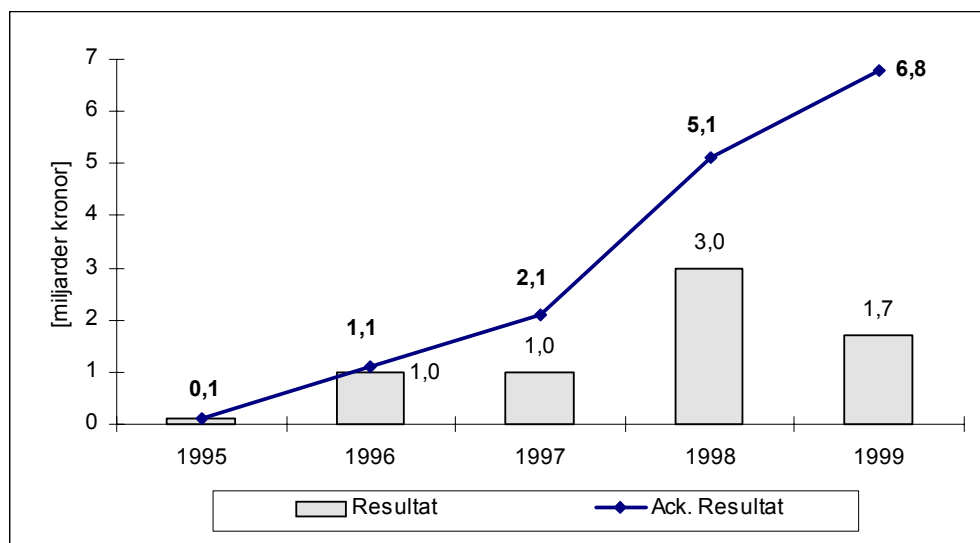
Skälen för regeringens bedömning:

Resultatet för upplåningen i realobligationer uppgår till 1,7 miljarder kronor för år 1999. Bakom det goda resultatet för år 1999 (likväl som för år 1998) ligger dels den stora uppbyggnad av realobligationsstocken vid

relativt höga break-even-nivåer under 1995/96, dels de låga inflationstal som efter hand har realiserats i förhållande till den förväntade inflationen.

Enligt regeringens mål för upplåningen i realobligationer skall den långsiktigt innebära samma eller lägre kostnad än upplåning på den nominella obligationsmarknaden. Resultatet för utvärderingsperioden som helhet uppgår till 6,8 miljarder kronor. Riksgäldskontoret har därmed uppnått det kvantitativa målet för upplåningen i realobligationer.

Diagram 6.9: Kalkylmässigt resultat för upplåningen i realobligationer fördelat på år och ackumulerat för perioden 1995–1999 (miljarder kronor).



Det bör noteras att slutligt utfall av resultatet av upplåning via realobligationer inte föreligger förrän obligationerna har förfallit. Det är därför möjligt att det under den återstående löptiden för utestående volymer av realobligationer kan komma perioder då den faktiska inflationen överstiger break-even-inflationen. I så fall skulle den realiserade årliga kostnadsbesparingen efter förfall ligga på en lägre nivå än vad resultatet för åren 1995–1999 visar.

I efterhand kan konstateras att budgetåret 1995/96, då en stor del av dagens stock av realobligationer byggdes upp, var en lämplig period att emittera realobligationer. Detta indikeras av det goda resultat som uppnåddes efterföljande år. Budgetåret 1995/96 uppvisade, jämfört med idag, en relativt hög break-even-inflation och riskpremie. Under åren 1998–1999 har relativt små volymer av realobligationer emitterats av Riksgäldskontoret. Detta kan betraktas som rimligt eftersom break-even-inflationen under perioden kan betecknas som relativt låg. Regeringen bedömer att Riksgäldskontoret hanterat de hittills genomförda realemissionerna i enlighet med målet.

Under år 1999 har emissionförhållandena successivt förbättrats i takt med en stigande break-even-inflation (se diagram 6.8). Detta borde öka möjligheterna att i framtiden emittera realränteobligationer. Det skall dock noteras att operationer på realobligationsmarknaden försvåras av att marknaden under större delen av utvärderingsperioden haft en låg likviditet och att realräntorna därmed haft ett relativt lågt informationsvärde.

Regeringen anser att realobligationerna fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj, eftersom dessa erbjuder möjligheter att ytterligare diversifiera statsskuldens sammansättning och minska beroendet av enskilda delmarknader. Regeringen stödjer därför Riksgäldskontorets fortsatta satsning på att utveckla realobligationsmarknaden.

Skr. 1999/2000:104

6.4 Upplåningen från hushållen

Regeringens bedömning: Resultatet för upplåningen på hushållsmarknaden innebar en besparing på 712 miljoner kronor för utvärderingsperioden 1995/96–1999 jämfört med alternativa upplåningsformer på penning- och obligationsmarknaden. Riksgäldskontoret har därmed uppnått det kvantitativa målet vad gäller det totala resultatet för upplåningen på hushållsmarknaden.

Målet om kostnadsbesparing avser även kontorets enskilda låneinstrument. Regeringen noterar att sparformen Riksgäldsspar uppvisar ett samlat negativt resultat för utvärderingsperioden. Resultatet är dock positivt för 1999.

Bakgrund:

Upplåningen på den inhemska hushållsmarknaden ingår i utvärderingen av upplåningen på den nominella kronmarknaden. Hushållsupplåningen utvärderas även separat genom att kostnaden för upplåningen från hushållen jämförs med motsvarande upplåning i statsskuldväxlar och nominella statsobligationer. I kostnaden tas hänsyn till samtliga kostnader förknippade med hushållsupplåningen, även Riksgäldskontorets administrativa kostnader. Upplåning från hushållen skall endast bedrivas i den mån det kan ske till en lägre kostnad än kostnaden för den alternativa upplåningen. Detta gäller såväl totalt som för varje enskilt låneinstrument.

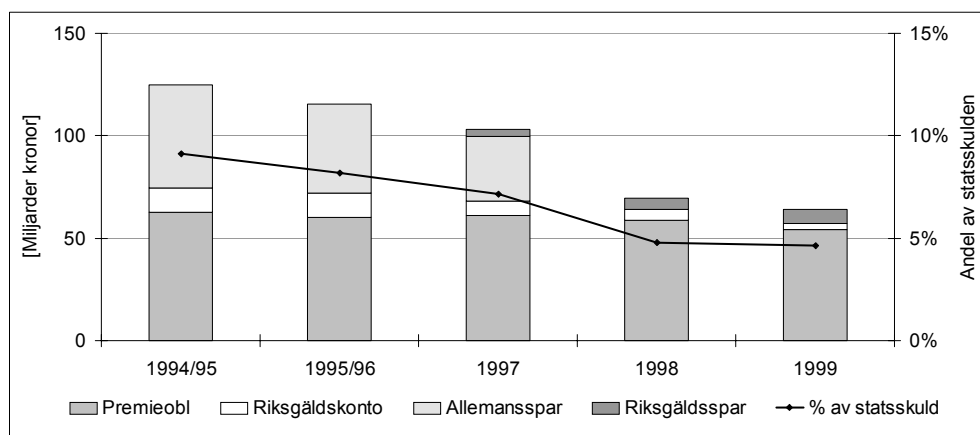
I syfte att erhålla en enhetlig och förbättrad metod för utvärderingen av hushållsupplåningen har Riksgäldskontoret infört en ny utvärderingsmodell under år 1999. Modellen innebär att resultaten för samtliga instrument beräknas så att intäkter och kostnader matchas över lånens löptid och att schablonfördelningen av viss gemensamma kostnader förfinats. Den nya utvärderingsmodellen innebär genomgående ett lägre resultat för budgetåren 1995/96–1999. Å andra sidan att kommer resultatet de kommande åren att förbättras eftersom intäkter från instrumenten i större utsträckning än kostnader återstår att fördela över relevanta löptider.

Utvecklingen på hushållsmarknaden

Sedan mitten av 1990-talet har Riksgäldskontorets upplåning på hushållsmarknaden minskat kraftigt, från ca 125 miljarder kronor vid utgången budgetåret 1994/95 till ca 64 miljarder kronor vid utgången av år 1999. Utvecklingen förklaras nästan uteslutande av minskade volymer i allemansspar som avskaffades i juni 1998. Upplåningen från hushållen

minskade under år 1999 från drygt 69 miljarder kronor till knappt 64 miljarder kronor vilket är en minskning med 8 procent. Trots minskade volymer ligger hushållsupplåningens andel av den totala statsskulden kvar på ungefär samma nivå som vid årsskiftet 1998/1999 (ca 4,7 procent). Förklaringen till detta är att den totala statsskulden har minskat under år 1999.

Diagram 6.10: Hushållsupplåningens fördelning på olika låneinstrument och andel av statsskulden vid slutet av budgetåren 1993/94–1999.



Premieobligationerna utgör i dag basen i Riksgäldskontorets upplåning från hushållen. De senaste åren har utestående volym visat en svagt sjunkande trend och uppgick totalt till 54,4 miljarder kronor vid 1999 års slut. De stora förfallen under år 1999 ledde, trots att Riksgäldskontoret emitterade två lån med en sammanlagt volym om 8,3 miljarder kronor, till att den utestående stocken minskade med 4,3 miljarder under år 1999.

Produkten Riksgäldsspar har haft en fortsatt svagt positiv utveckling under år 1999 med en nettoökning på knappt 1,3 miljarder kronor och en total volym på 6,5 miljarder kronor. En stor del av inflödet kommer från konverteringar av dels förfallande Riksgäldskonton, dels förfallande två-årigt riksgäldssparande. Återplaceringen från Riksgäldsspar uppgick till hela 70 procent av medlen. Den reala upplåningen inom Riksgäldsspar uppgår till över 1 miljard kronor fördelat med knappt 0,9 miljarder kronor på Riksgäldsspar och knappt 0,2 miljarder kronor i upplåning i SOX-noterade realränteobligationer.

Riksgäldskonto, för vilket ingen nyförsäljning ägt rum sedan november 1997 minskade med 2,5 miljarder kronor under år 1999. Utestående volym uppgår därmed till 3 miljarder kronor.

Riksgäldskontorets andel på sparmarknaden

Under de senaste åren har hushållens fördelning mellan olika sparformer skiftat kraftigt, från räntesparande till aktiesparande. Hushållens sparande i räntebärande instrument uppgick vid utgången av år 1996 till ca 56 procent av det samlade sparandet. Vid utgången av år 1999 hade denna siffra sjunkit till ca 38 procent. Anledningen till detta är främst en ökad konkurrens från andra aktörer och nya sparformer. Den totala räntesparmarknaden (definierad som bank- och obligationssparande samt räntefonder)

uppgick till 849 miljarder kronor årsskiftet 1999/2000. Riksgäldskontorets upplåning från hushållen uppgick till ca 64 miljarder kronor vid utgången av år 1999 vilket därmed motsvarar en andel på ungefär 7,5 procent. Detta är en minskning från en andel på ca 8,2 procent vid utgången av år 1998.

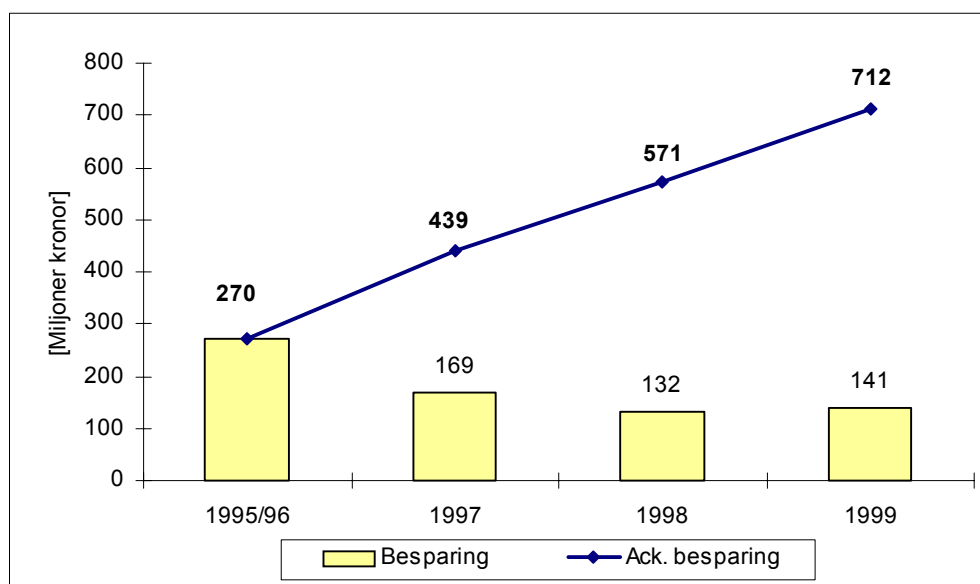
Skr. 1999/2000:104

Skälen för regeringens bedömning:

I syfte att erhålla en förbättrad och mer enhetlig utvärderingsmodell har Riksgäldskontoret under 1999 utvecklat utvärderingsmetoderna så att resultaten beräknas enligt samma metodik. Regeringen har valt att utvärdera hushållsupplåningen i enlighet med den nya modellen eftersom den bedöms ge en mer rättvisande resultatredovisning. En nackdel är dock att omräkningen av resultat från den gamla modellen endast har varit möjligt att göra för budgetåren 1995/96–1998. Utvärderingsperioden begränsas därmed till fyra år. Hushållsupplåningen ingår dock även som en del i utvärderingen av den nominella kronskulden varför en utvärdering också görs där. Vidare kan noteras att resultatet enligt den gamla modellen för budgetåret 1994/95 var kraftigt positivt. De siffror som här redovisas innebär därför snarare en underskattning av det ackumulerade resultatet än en överskattning.

Resultatet för upplåning på hushållsmarknaden uppgår till 141 miljoner kronor för år 1999. Resultatet kan nästan till sin helhet hänföras till premieobligationerna, trots att dessa uppvisar något minskande volymer för år 1999.

Diagram 6.11: Resultat för upplåningen på hushållsmarknaden för perioden 1995/96–1999 (miljoner kronor).



Regeringens mål för upplåningen på hushållsmarknaden, såväl i enskilda upplåningsinstrument som totalt, är att största möjliga kostnadsbesparing skall uppnås jämfört med alternativa upplåningsformer på värdepappersmarknaden. Under den senast fyraårsperioden har upplåningen på hus-

hållsmarknaden inneburit en kostnadsbesparing på 712 miljoner kronor jämfört med upplåning genom statsobligationer och statsskuldväxlar. I jämförelse med den äldre modellen var detta knappt 400 miljoner kronor lägre. Riksgäldskontoret har därmed uppnått det kvantitativa målet vad gäller det totala resultatet för upplåningen på hushållsmarknaden.

Regeringens mål för hushållsupplåningen gäller dock även de enskilda låneinstrumenten. Målet har i det här avseendet inte uppnåtts eftersom Riksgäldsspar uppvisar ett samlat negativt resultat för utvärderingsperioden. Sparformen infördes år 1997 och uppbyggnadsskedet bedöms nu ha passerats. För år 1999 uppgår besparingen till 5 miljoner kronor vilket är en avsevärd resultatförbättring. Regeringen anser det viktigt att Riksgäldskontoret fortsätter att aktivt utveckla Riksgäldsspar till en attraktivt sparform på den svenska sparmarknaden.

Tabell 6.6: Kostnadsbesparing genom upplåning från hushållen jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden - Ny utvärderingsmodell (miljoner kronor).

Upplåningsinstrument	1995/96	1997	1998	1999	Totalt
Allemansspar	253	102	34	-	389
Premieobligationer	28	89	123	136	376
Riksgäldskonto	-11	-2	0	-	-13
Riksgäldsspar	-	-20	-25	5	-40
Sum besparing - Ny modell	270	169	132	141	712
<i>- Äldre modell</i>	<i>368</i>	<i>325</i>	<i>195</i>	<i>221</i>	<i>1 109</i>

Regeringens mål är formulerat i termer som gör det svårt att bedöma i vilken grad resultatet innebär en hög måluppfyllelse. För att kunna göra en sådan bedömning skulle jämförelser med andra institutioner med liknande verksamhet behöva göras. Ett sådant underlag saknas dock.

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

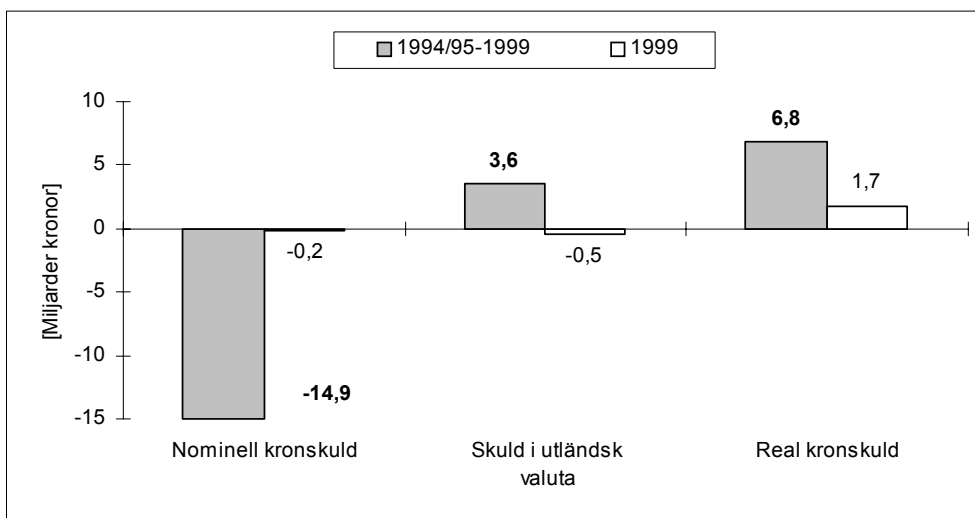
Skälen för regeringens bedömning:

Avsnittet syftar till en samlad bedömning av Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden för 1999 och för utvärderingsperioden. Avsikten är att foga samman de olika delarna i utvärderingen till en helhetsbedömning som kan ställas mot effektmålet för statsskuldshöjningen. Effektmålet är att statens skuld skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

Resultatet för den nominella kronskulden och för valutaskulden uppgår sammantaget till -0,7 miljarder kronor för år 1999. I förvaltningen av den nominella kronskulden har Riksgäldskontoret avstått från aktivt positionstagande och i och med detta uppnått ett nollresultat. Denna strategi har samtidigt gett statsskuldspolitikerna en stabil och långsiktig inriktning.

Det kvantitativa resultatet i förvaltningen av valutaskulden för år 1999 var negativt och uppgick till -0,5 miljarder kronor. I jämförelse med de av Riksgäldskontoret anlåtade externa förvaltarna uppvisade dock Riksgäldskontoret en mindre förlust och ett lägre risktagande i förvaltningen av statsskulden. Den reala upplåningen uppvisar ett positivt resultat på 1,7 miljarder kronor för år 1999 och genomgående ett positivt resultat för hela perioden. Detsamma gäller för hushållsupplåningen.

Diagram 7.1: Resultatet av Riksgäldskontorets upplåning för de olika skuldslagen perioden 1994/95–1999 och år 1999 (miljarder kronor).



Verksamhetsmålet för den nominella kronskulden och valutaskulden är att de faktiska kostnaderna, med beaktande av risken i förvaltningen,

under en femårsperiod skall vara lägre än kostnaderna för riktmärkesportföljerna. Resultatet i kvantitativa termer för den nominella upplåningen uppgår sammantaget till -11,3 miljarder kronor för femårsperioden. Av detta svarar resultatet för den nominella kronskulden till -14,9 miljarder kronor och för valutaskulden till 3,6 miljarder kronor. Det kvantitativa målet för den nominella förvaltningen har därmed inte uppnåtts. Vid bedömning av resultatet på en delmarknad bör dock hänsyn tas till de omständigheter och den modell för styrning av statsskuldspolitiken som förelåg då förlusterna uppstod.

Det negativa resultatet för upplåningen i svenska kronor uppstod i huvudsak under budgetåret 1995/96. Kostnaden uppstod till följd av att löptiden i den faktiska kronskulden förlängdes, i syfte att minska refinansieringsrisken, innan löptiden i riktmärket för samma skuld förlängdes. I och med att räntenivån föll under 1996 uppstod en förlust i marknadsvärderingen gentemot riktmärket. I föregående års skrivelse konstaterades att om riktmärket förlängts i ett tidigare skede hade resultateffekten utblivit. En utvärdering av beslutet att förlänga löptiden måste baseras på en avvägning mellan den reducerade refinansieringsrisken och kostnaderna för denna åtgärd. Det är mycket svårt att i efterhand utvärdera en sådan avvägning. Instrument för en mer kvantitativ värdering av detta slag saknas.

Riksgäldskontoret har därutöver under utvärderingsperioden vidtagit marknadsvårdande åtgärder som regeringen bedömer har bidragit till en lägre allmän räntenivå och därmed till lägre kostnader för statsskulden. Dessa åtgärder återspeglas inte i resultatet och är svåra att kvantifiera. I vilken grad det negativa resultatet uppvägs av besparingar via åtgärder för marknadsvård är därför osäkert. Riktmärkesportföljen för åren 1995–1998 har också haft vissa brister som utvärderingsinstrument och har bl.a. inte alltid varit möjlig att replikera. Regeringen finner därför sammantaget att det är svårt att dra några entydiga slutsatser om det negativa resultatet för den nominella kronskulden.

Regeringen pekar på brister i statspappersmarknadens funktionssätt och anser att det är viktigt att arbetet med att förbättra och effektivisera statspappersmarknaden intensifieras och slutförs.

Som tidigare nämnts uppgår resultatet för upplåningen och skuldförvaltningen i utländsk valuta för femårsperioden till 3,6 miljarder kronor. Till skillnad från det uppmätta resultatet för kronmarknaden är resultatet för upplåningen i utländsk valuta entydigt. Riksgäldskontoret kan i princip bortse från marknadshänsyn vid upplåning i utländsk valuta (och därmed kan en mer aktiv förvaltning bedrivas). Riksgäldskontorets resultat skall också jämföras med resultaten för de externa förvaltarna som på Riksgäldskontorets uppdrag förvaltar en del av statsskulden. Under utvärderingsperioden har Riksgäldskontoret presterat ett bättre resultat än genomsnittet för de externa förvaltarna samtidigt som risktagandet har varit lägre.

Enligt regeringens mål för upplåningen i realobligationer skall den långsiktigt innebära samma eller lägre kostnad än upplåning via den nominella obligationsmarknaden. Det kalkylmässiga resultatet visar att upplåning via realobligationer beräknas ha gett en besparing på 6,8 miljarder kronor jämfört med nominell upplåning.

Regeringen anser det angeläget att Riksgäldskontoret aktivt fortsätter att utveckla marknaden för realobligationer i riktning mot en mer effektiv och likvid marknad.

Målet för upplåningen på hushållsmarknaden, såväl i enskilda upplåningsinstrument som totalt, är att största möjliga kostnadsbesparing skall uppnås jämfört med alternativa upplåningsformer. Enligt en ny utvärderingsmodell som mäter resultatet över en fyraårsperiod har upplåningen på hushållsmarknaden inneburit en kostnadsbesparing på 0,7 miljarder kronor jämfört med upplåning genom statsobligationer och statsskuldväxlar. Riksgäldskontoret har därmed uppnått regeringens mål vad gäller den totala nivån på kostnadsbesparingen.

Mot denna bakgrund och med beaktande av de svårigheter som föreligger i bedömningen av resultatet för upplåningen i nominella svenska kronor finner regeringen att Riksgäldskontoret sammantaget förvaltat statsskulden i enlighet med effektmålet för statsskuldspolitiken dvs. att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risken i förvaltningen. Förvaltningen har också bedrivits inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Räntebindningstid och duration

Både räntebindningstid och duration används för att mäta skuldens varaktighet. I båda måtten beräknar man skuldens genomsnittliga återstående löptid genom att väga tiden till varje kassaflöde (kuponger och förfall) med kassaflödets storlek. Skillnaden mellan måtten är att för duration väger man tiden till kassaflödena med nuvärdet av kassaflödet, medan i fallet med räntebindningstid väger man med nominella belopp. Eftersom nuvärdena av framtida kassaflöden beror på räntenivån är alltså durationen beroende av räntenivån, vilket inte gäller för räntebindningstiden.

För en nollkupongobligation är räntebindningstid detsamma som duration, medan för en kupongobligation är durationen längre än räntebindningstiden. Det finns ett par olika definitioner av duration. Riksgäldskontorets målduration är uttryckt i Macauley-duration, vilket innebär att man använder obligationens yield-to-maturity för att beräkna nuvärdet av de framtida kassaflödena. Macauley-duration är vanligen uttryckt i år.

Riksgäldskontoret har under utvärderingsperioden skiftat mellan de olika definitionerna av löptid i statsskulden. För år 1999 användes begreppet räntebindningstid, medan löptiden i statsskulden under år 2000 definieras som en duration.

I tabellen nedan visas den sammanlagda löptiden för den nominella kronskulden och valutaskulden mätt med två olika mått: duration och räntebindningstid. Den sammanlagda löptiden vid utgången av år 1999 uppgick till 3,0 år i termer av duration och 3,6 år i termer av räntebindningstid.

Tabell 1: Återstående sammanlagda löptid på den nominella delen av statsskulden vid slutet av respektive år.

	1995	1996	1997	1998	1999
Duration	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0
Räntebindningstid	3,8	3,8	3,7	3,5	3,6

Riktmärket för år 1999 och resultatmätning mot riktmärket

För år 1999 beslutade Riksgäldskontorets styrelse om ett nytt riktmärke för den nominella kronskulden. Riktmärket började gälla fr.o.m. april 1999. Utformning av riktmärket för år 1999 skiljer sig från föregående års riktmärken på flera sätt;

1. Riktmärket är konstruerat som ett transaktionsriktmärke vilket innebär att det definieras som en serie transaktioner. För större delen av skulden är detta liktydigt med de planerade emissionerna för verksamhetsåret.
2. Riktmärket är inriktat på att upprätthålla en viss genomsnittlig löptid i skulden (i termer av räntebindningstid), snarare än en viss duration.
3. Riktmärkets skuldefinitionen ändrades så att in- och utlåningen till statliga myndigheter exkluderades ur riktmärket för år 1999.

Det kvantitativa resultatet för den nominella kronskulden beräknas som skillnaden mellan kostnaden för den faktiska skulden och för riktmärkesportföljen. På grund av förändringen i utformning av riktmärket för år 1999 är resultatet för år 1999 inte helt jämförbart med resultaten för perioden 1994/95–1998. Beräkningen av kostnaderna för privatmarknadsskulden 1995–1998 har justerat i enlighet med ny utvärderingsmodell (se avsnitt 6.4). Som beskrivits ovan har dessutom riktmärkeskonstruktionen ändrats och kostnaderna för in- och utlåning till statliga myndigheter i resultaten exkluderats för år 1999. Enligt Riksgäldskontorets årsredovisning förvränger dock detta inte de slutsatser som kan dras av resultatjämförelser mellan åren i utvärderingsperioden.

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. Den andra delen innebär att kron/valutaswappen genomförs, vilket görs med banker som motpart. I kron/valutaswappen får Riksgäldskontoret 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. Kostnadsbesparingen uppstår genom att Riksgäldskontoret i swappen erhåller en högre ränta av banken än den ränta kontoret betalar i obligationen. Denna skillnad benämns swappspread.

Genom att swaptransaktionerna genomförs med banker uppstår en kreditrisk. För att hantera denna risk har kontoret under året fortsatt att ingå sk CSA-avtal. Avtalen innebär att Riksgäldskontorets riskexponeringen mot en motpart i stort sett helt reduceras. CSA-avtalen har varit en förutsättning för möjligheterna att kunna genomföra och öka omfattningen av kron/valutaswappar utan att kreditrisken samtidigt ökar.

Valutaupplåningen

Det valutaupplåningsmandat som föreskrivs av riktlinjerna för statsskuldförvaltningen är definierat i flödestermerna. En amortering av valutaskulden utgörs av nettot av förfall och upplåning av lån respektive derivatinstrument, värderade till de valutakurser som gäller på transaktionsdagen.

Detta innebär att samtliga flöden i utländsk valuta räknas in i valutamandatet; exempelvis ingår för swappar mellan kronor och utländsk valuta swappens valutaben i valutamandatet, medan kronbenet ingår i kronskulden. Orealiserade omvärderingar av skulden med avseende på valutakurser räknas inte in i den amortering av valutaskulden som riktlinjerna föreskriver. Detta innebär att en amortering i termer av valu-

tamandatet ex post inte överensstämmer med den förändring som kan uppmätas i den utestående skuldens värde under motsvarande period, eftersom den utestående skulden också innefattar orealiserade valutakursomvärderingar. Skr. 1999/2000:104

1. STATSSKULDEN

1.1 STATSSKULDEN OCH DESS FINANSIERING

Statsskulden uppgick vid utgången av 1999 till 1 374,2 miljarder kronor; se tabell 1.1. Det motsvarar ca 70 procent av BNP. Totalt sett minskade statsskulden under 1999 med 74,7 miljarder kronor eller 5,2 procent. Mätt som andel av BNP har skulden minskat ca 7,3 procentenheter.

Tabell 1.1 Statsskuldens sammansättning åren 1995–1999

	1995	1996	1997	1998	1999	Förändr. 1998- 1999
Instrument						
Nominella lån i svenska kronor						
Statsobligationer	662,8	638,6	682,8	686,4	678,9	-7,4
Statsskuldväxlar	187,0	179,9	144,1	225,7	243,6	17,9
Dagslån	3,8	4,9	25,2	11,1	0,0	-11,1
Premieobligationer	64,8	60,1	61,4	58,7	54,4	-4,3
Riksgäldskonto	11,9	11,9	6,7	5,5	3,0	-2,5
Riksgäldsspar			2,5	4,7	5,6	1,0
Allemansspar	48,1	44,0	29,5			
Summa nominella lån i svenska kronor	978,4	939,4	952,2	992,0	985,5	-6,5
Reala lån i svenska kronor						
Statsobligationer	16,3	73,9	91,8	93,8	96,7	2,9
Riksgäldsspar			0,2	0,5	0,9	0,3
Summa reala lån i svenska kronor	16,3	73,9	92,0	94,3	97,6	3,2
Lån i utländsk valuta	391,5	398,4	385,7	362,5	291,1	-71,5
Summa Statsskulden	1 386,2	1 411,6	1 429,8	1 448,9	1 374,2	-74,7

Statsskulden redovisas till vid emissionstillfället bokförda belopp, dvs den marknadsvärderas inte med avseende på förändringar i marknadsräntorna. Däremot tas valutaskulden upp till sitt aktuella värde, dvs omräknad med bokslutsdagens valutakurser. Kontorets s.k. skuldskötselinstrument, t.ex. terminer och swappar ingår inte. En beskrivning av den marknadsvärderade statsskulden framgår nedan av tabellerna 1.2, samt inklusive skuldskötselinstrument i tabell 1.3 samt 1.4.

Stocken av nominella statsobligationer minskade med 7,4 miljarder kronor och statsskuldväxelstocken ökade med 17,9 miljarder kronor. Stocken av reala obligationer ökade med 2,9 miljarder kronor. Bakgrunden till dessa förändringar diskuteras i avsnitt 3.2.

Sparformen Allemanssparkonton upphörde den 30 juni 1998. Premieobligations-stocken minskade med 4,3 miljarder kronor. Sparandet på Riksgäldskonto minskade med 2,5 miljarder kronor. Riksgäldsspar ökade med 1,3 miljarder, varav reala lån med 0,3 miljarder kronor. Hushållsupplåningen behandlas utförligare i avsnitt 3.3.

Den redovisade valutaskulden minskade med 71,5 miljarder kronor. Bakom denna siffra ligger en nettominskning av valutaskulden värderad till anskaffningsvärde med 68,6 miljarder kronor, samt en omvärdering till rådande kronkurs som minskat valutaskulden med 2,8 miljarder kronor, till följd av att den svenska kronan har förstärkts under 1999.

Riksgäldskontorets upplåningsmandat i utländsk valuta för 1999 var en nettoamortering på 25 miljarder kronor, med ett toleransintervall på $\pm 5,0$ miljarder. Definitionen av upplåningsmandatet är inte liktydigt med förändringen av valutaskulden enligt tabell 1.1. Amorteringen definieras som nettot av de till svenska kronor växlade flödena i utländsk valuta, exklusive räntebetalningar i utländsk valuta. Enligt den definitionen blev nettoamorteringen 23,3 miljarder.¹

Statsskulden till marknadsvärde

I tabell 1.2 beskrivs statsskulden beräknad till marknadsvärdet för perioden 1995-1999.

Tabell 1.2 Statsskulden till marknadsvärde 1995-1999

	1995	1996	1997	1998	1999	Förändr 1999- 1998
Instrument						
Nominella lån i svenska kronor						
Statsobligationer	765,2	856,0	808,6	839,9	753,1	-86,7
Statsskuldväxlar	195,3	186,5	146,2	228,5	246,3	17,8
Dagslån	3,8	4,9	25,2	11,1	0,0	-11,1
Premieobligationer	65,4	67,2	64,3	62,9	53,2	-9,7
Riksgäldskonto	14,5	16,3	9,0	8,1	4,5	-3,7
Riksgäldsspar			2,5	5,0	5,9	0,9
Allemansspar	49,9	44,0	29,5			
Summa nominella lån i svenska kronor	1 094,0	1 174,8	1 085,3	1 155,5	1 063,0	-92,5
Reala lån i svenska kronor						
Statsobligationer			105,8	108,8	109,7	0,9
Riksgäldsspar			0,2	0,5	0,9	0,4
Summa reala lån i svenska kronor			106,0	109,3	110,6	1,3
Lån i utländsk valuta	413,9	426,9	415,8	402,9	311,9	-91,1
Summa statsskuld	1 507,9	1 601,8	1 607,1	1 667,7	1 485,5	-182,3

Statsskulden, redovisad till marknadsvärde omfattar statsskulden enligt ovan (där instrumenten tas upp till anskaffningsvärde och orealiserade valutadifferenser ingår), kompletterad med upplupna räntor och orealiserade kursdifferenser. En specificering av ingående delposter i den marknadsvärderade statsskulden för åren 1998 och 1999 framgår av tabell 1.4.

Statsskulden till marknadsvärde - inklusive skuldskötselinstrument

I tabell 1.3 redovisas den marknadsvärderade statsskulden kompletterad med skuldskötselinstrument. Riksgäldskontoret påverkar också statsskuldens samman-sättning med hjälp av skuldskötselinstrument, t.ex. terminer och skuldbytesavtal (swappar). En beräkning där skuldskötselinstrument ingår ger därför en bättre bild av skuldens fördelning och storlek.

¹ Nettoamorteringen beräknas enligt följande; minskningen av anskaffningsvärdet av utländska lån -68,6 miljarder, årets realiserade valutadifferenser +6,2 och gjorda kron/valutaswappar +40,0. Till detta kommer en justeringspost för bokföringsmässiga skillnader mellan nettoflöde och skuldförändring på -0,9 miljarder.

Tabell 1.3 Statsskuld till marknadsvärde 1995- 1999, kompletterad med skuldskötselinstrument, miljarder kronor

	1995	1996	1997	1998	1999	Förändr 1999- 1998
Summa statsskuld (från tabell 1.2)	1 507,9	1 601,8	1 607,1	1 667,7	1 485,5	-182,3
Skuldskötselinstrument						
Kronswappar			-44,7	-79,8	-113,9	-34,1
Valutaswappar	4,1	24,9	49,5	77,3	110,2	32,9
Övriga instrument	6,1	0,0	-0,2	-6,2	1,1	7,3
Summa skuldskötselinstrument	10,2	24,9	4,6	-8,7	-2,7	6,1
Marknadsvärderad statsskuld						
inkl Skuldskötselinstrument	1 518,1	1 626,7	1 611,7	1 659,0	1 482,8	176,2

De kron/valutaswappar kontoret använder för att omvandla lån i kronor till exponering i utländsk valuta uppgick till omkring 112 miljarder vilket är en ökning med cirka 40 miljarder jämfört 1998. Mätt inklusive de kron/valutaswappar kontoret använder för att omvandla lån i kronor till exponering i utländsk valuta är valutaskulden omkring 404 miljarder (434). Nominella lån i svenska kronor med hänsyn till kron/valutaswapparna blir följaktligen cirka 874 miljarder (920).

Kompletteras den marknadsvärderade statsskuld med skuldskötselinstrument minskas skulden med 6,1 miljarder kronor. En specificering av ingående delposter i den marknadsvärderade statsskulden för åren 1998 och 1999 framgår i tabell 1.4.

Tabell 1.4 Statsskuld till marknadsvärde (specificerad) åren 1998 och 1999, kompletterad med skuldskötselinstrument, miljarder kronor

Instrument	Ansk. värde	Oreal valutakurs	Uppl. räntor	Oreal. kurser	Summa 1998	Ansk. värde	Oreal valutakurs	Uppl. räntor	Oreal. kurser	Summa 1999	1999 jmf 1998
Nominella lån i svenska kronor											
Statsobligationer	686,4		38,0	115,5	839,9	678,9		33,0	41,2	753,1	-86,7
Statsskuldväxlar	225,7		3,5	-0,7	228,5	243,6		2,9	-0,2	246,3	17,8
Dagslån	11,1		0,0	0,0	11,1	0,0		0,0	0,0	0,0	-11,1
Premieobligationer	58,7		0,7	3,5	62,9	54,4		0,5	-1,7	53,2	-9,7
Riksgäldskonto	5,5		2,0	0,6	8,1	3,0		1,1	0,3	4,5	-3,7
Riksgäldsspar	4,7		0,2	0,1	5,0	5,6		0,2	0,1	5,9	0,9
Summa nominella lån i svenska kronor	992,0		44,4	119,1	1 155,5	985,5		37,8	39,7	1 063,0	-92,5
Reala lån i svenska kronor											
Statsobligationer	93,8		7,4	7,5	108,8	96,7		9,9	3,1	109,7	0,9
Riksgäldsspar	0,5		0,0	0,0	0,5	0,9		0,0	0,0	0,9	0,4
Summa reala lån i svenska kronor	94,3		7,5	7,5	109,3	97,6		10,0	3,1	110,6	1,3
Lån i utländsk valuta	348,7	13,8	12,1	28,3	402,9	280,1	11,0	10,0	10,8	311,9	-91,1
Summa statsskuld	1 435,0	13,8	64,0	154,9	1 667,7	1 363,2	11,0	57,7	53,6	1 485,5	-182,3
Skuldskötselinstrument											
Kronswappar	-71,9	0,0	-2,3	-5,6	-79,8	-111,9	0,0	-3,4	1,4	-113,9	-34,1
Valutaswappar	72,0	11,1	-2,0	-3,9	77,3	112,5	0,0	0,4	-2,7	110,2	32,9
Övriga instrument	0,0	1,8	-0,4	-7,7	-6,2	0,0	-1,4	-1,3	3,7	1,1	7,3
Summa skuldskötselinstrument	0,1	13,0	-4,6	-17,2	-8,7	0,5	-1,4	-4,3	2,5	-2,7	6,1
Statsskuld inkl skuldskötselinstrument	1 435,1	26,8	59,3	137,7	1 659,0	1 363,7	9,6	53,4	56,1	1 482,8	-176,2

Delposternas förändring mellan 1998 och 1999 framgår tydligare i följande sammanställning.

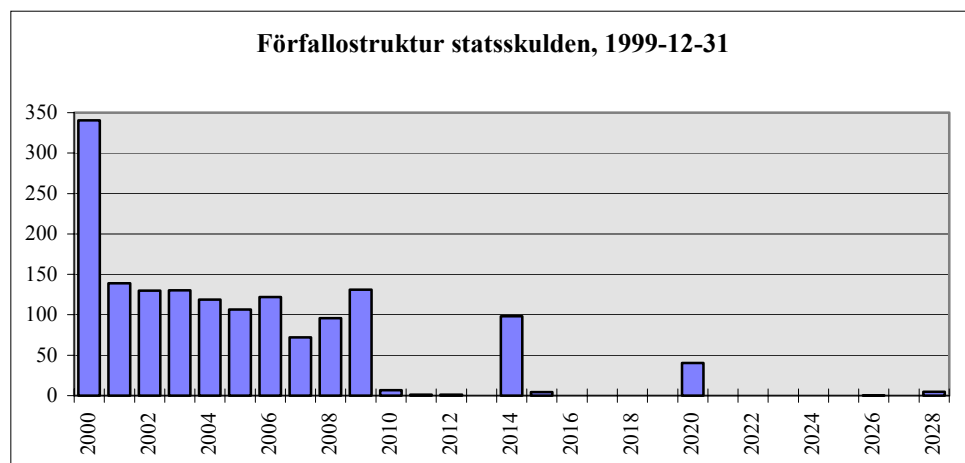
Delposter i den marknadsvärderade statsskulden	Statsskulden	Skuldskötselinstrument	Förändring 1999-1998
Anskaffningsvärde	-71,8	0,4	-71,4
Orealiserade valutadifferenser	-2,8	-14,4	-17,2
Upplupna räntor	-6,3	0,4	5,9
Orealiserade kurser	-101,3	19,7	81,7
Summa	-182,3	6,1	176,2

Minskningen av den marknadsvärderade statsskulden förklaras främst av minskade realiserade kursförluster med 101,3 miljarder, främst till följd av ränteuppgången i Sverige och utomlands och minskat anskaffningsvärde med 71,8 miljarder, som främst avser valutaskulden.

Upplupna obetalda räntor uppgick till, 57,7 miljarder kronor (64,0) och realiserade kursförluster uppgick sammanlagt till 53,6 miljarder kronor (154,9), fördelat på 39,7 miljarder kronor för nominella lån i svenska kronor, 3,1 miljarder för reala lån i svenska kronor och 10,8 miljarder kronor för lån i utländsk valuta.

Den marknadsvärderade statsskulden inklusive skuldskötselinstrument uppgick till 1428,8 (1 659,0) miljarder. Skuldskötselinstrumentens värdering har förändrats med 6,1 miljarder jämfört 1998 varav realiserade valutakursvinster uppgick till 1,4 miljarder kronor (-13,0). I marknadsvärdet för skuldskötselinstrument ingår också upplupna ränteintäkter, med 4,3 miljarder kronor (4,6) och realiserade kursvinster med 2,5 (-17,2) miljarder kronor.

Statsskuldens förfallostruktur som den såg ut 1999-12-31 framgår av figur 1.1.

Figur 1.1 Statsskuldens förfallostruktur för 1999 (miljarder kronor)

1.2 STATSSKULDENS KOSTNADER

Statsskuldens kostnader finansieras genom anslag på statsbudgeten.

Redovisningen mot statsbudgeten avser att visa hur verksamheten finansierats med anslagsmedel. Finansiering tillgodoräknas efter utgiftsmässiga principer². De väsentliga anslagen som finansierar statsskuldens kostnader är

- anslaget A1 Räntor på statsskulden, m.m., som finansierar räntekostnader m.m. som avser statsskuldens förvaltning. Vidare också räntenettet för in- och utlåningen till statliga myndigheter m.fl.
- anslagsposten C1 Riksgäldskontorets provisionskostnader i samband med upplåning och skuldförvaltning. Anslaget finansierar utgifter för provisioner i utländsk valuta m.m..
- anslaget B4 Riksgäldskontoret: Kostnader för upplåning och låneförvaltning. Anslaget finansierar utgifter för provisioner, andra avgifter och ersättningar till banker m.fl., börsnotering och börsinformation, systemkostnader, marknadsföring, prospekt, dragningslistor och konsulter m.m.

Belastningen på anslagen under åren 1995-1999 framgår av tabell 1.5.

Analys av förändringar för 1999 avseende räntor på statsskulden beskrivs i avsnitt 2.1 Utfall, Statens lånebehov. Vid jämförelse med lånebehovet (se tabell 2.1) är uppgifterna inte helt jämförbara. Utfallet 1999 på anslaget räntor på statsskulden är 89,8 miljarder kronor.³ För 1999 påverkade räntor på statsskulden lånebehovet med 89,3 miljarder. Avvikelsen beror på en kassamässig korrigerings på 0,5 miljarder, då anslagen avräknas utgiftsmässigt.

Minskningen över åren av provisionskostnader, avgifter m.m. för upplåningen i utländsk valuta (anslag C1) förklaras främst av en ändrad inriktning på upplåningen. Under 1999 utbetalades 59,5 miljoner kronor (93,2) som är en minskning jämfört med 1998 men i nivå med 1997.

En bidragande orsak till minskade utgifter för provisionskostnader, m.m. avseende upplåningen i svenska kronor (anslag B4), är att upplåningen via låneformen Allemansspar successivt minskat fram tills dess att den upphörde den 30 juni 1998. För 1997 uppgick provisionskostnaderna m.m. för Allemansspar till 230,3 miljoner. För 1998 var motsvarande kostnader för Allemansspar 66,9 miljoner. Minskningen mellan 1998 och 1999 med 53,7 miljoner kronor förklaras till största del av minskade provisionskostnader på grund av att Allemansspar upphört.

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

³ Enligt resultaträkningen är årets räntekostnader m.m. (netto) 69,0 miljarder kronor. Skillnaden beror på att olika redovisningsprinciper används i den statliga redovisningen (se vidare sid 83, om redovisnings-principer).

Tabell 1.5 Räntor på statsskulden och andra utgifter, åren 1995-1999, miljarder kronor

UTGIFTER (+) OCH INKOMSTER (-)	1995	1996	1997	1998	1999
Räntor på lån i svenska kronor	81,80	92,40	82,46	73,14	68,49
Räntor på lån i utländsk valuta	21,24	23,29	23,91	23,64	22,04
Räntor på in-och utlåning till statliga myndigheter m.fl. inkomster	-14,45	-14,12	-5,62	-3,87	-2,40
Summa räntor	88,59	101,57	100,75	92,91	88,13
Över-/ underkurs vid emission	8,68	-1,66	-1,68	-5,69	-2,40
Valutaförluster/-vinster (realiserade)	6,04	-6,05	-3,59	9,82	-6,25
Kursförluster /-vinster (realiserade)	1,48	5,69	2,76	15,64	10,16
Övrigt	-0,04	-0,01	0,11	0,64	0,18
Summa över/underkurser, realiserade valutaförändringar m.m.	16,16	-2,03	-2,39	20,40	1,69
Summa nettoutgifter (Anslaget A1 räntor på statsskulden)	104,75	99,53	98,36	113,31	89,82
Provisioner, avgifter m.m. för lån i utländsk valuta (C1 Provisionskostnader) 1)	0,44	0,10	0,05	0,09	0,06
Provisioner (lån i svenska kronor)	0,66	0,51	0,47	0,32	0,27
Övriga utgifter upplåning och låneförvaltning	0,10	0,17	0,07	0,10	0,11
Summa utgifter för provisioner m.m. (B4 Upplåning och låneförvaltning) 1)	0,75	0,68	0,54	0,42	0,37
Summa utgifter avräknade anslag	105,94	100,32	98,95	113,82	90,26

1) Fr.o.m. 1998 har utgifterna för provisioner m.m. för lån i utländsk valuta, en särskild anslagspost ; C1 Provisionskostnader i samband med upplåning och skuldförvaltning. Jämförelseuppgifterna har justerats för tidigare år.

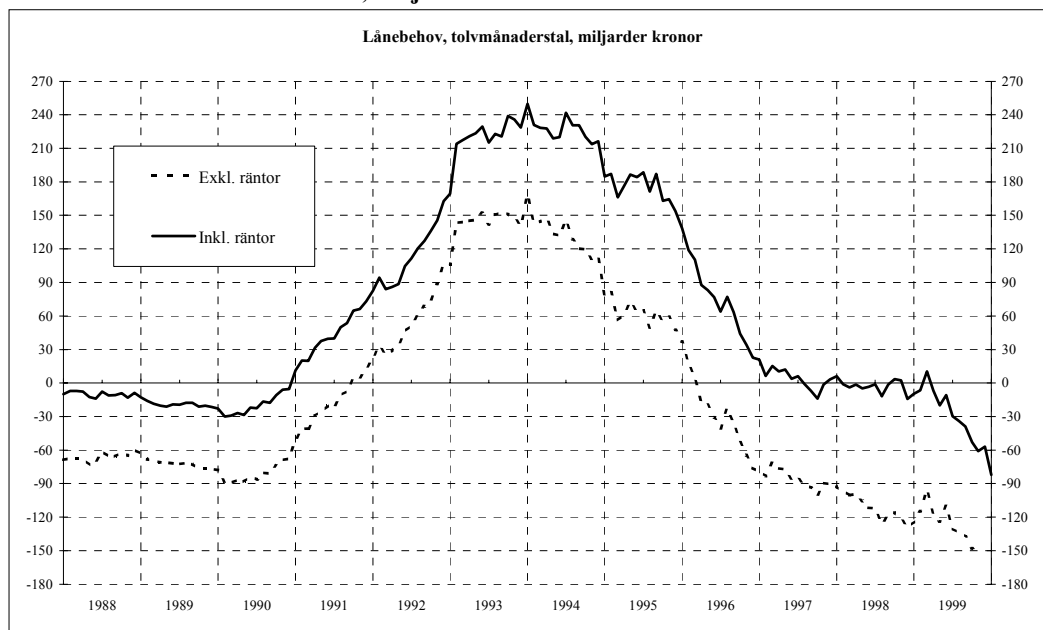
Riksgäldskontorets övriga kostnader för förvaltning av statsskulden finansieras av anslaget Riksgäldskontorets förvaltningskostnadsanslag. Anslaget finansierar bl.a. utgifter för löner, lokaler, utbildning, system och information. För 1999 var utgifterna 79,8 miljoner kronor (71,0 miljoner). Övriga anslag för Riksgäldskontorets verksamheter framgår av anslagsredovisningen.

2. STATENS LÅNEBEHOV

2.1 UTFALL

Statens lånebehov har minskat kraftigt de senaste åren; se figur 2.1. Under 1999 uppvisade statens betalningar ett överskott på 82,0 miljarder kronor. Som framgår av avsnitt 1 bidrog överskottet till en amortering av statsskulden. Skillnaden mellan överskottet på 82 miljarder och skuldens minskning med 75 miljarder beror i första hand på en tillfällig ökning av kontorets kortfristiga placeringar över årsskiftet.

Figur 2.1 Statens lånebehov, inklusive och exklusive räntor, december 1987 – december 1999, tolv månaderstal, miljarder kronor



Lånebehovet bestäms, som framgår av tabell 2.1, av tre faktorer:

- det primära saldot (nettoflödet av in- och utbetalningar till respektive från staten med undantag för betalningar för räntor på statsskulden);
- förändringar i Riksgäldskontorets in- och utlåning till myndigheter och statliga bolag;
- räntor på statsskulden.

Förändringar i myndigheternas behållningar på räntekonton påverkar både det primära saldot och nettoutlåningen, men med motsatt tecken. De blåser därför upp bruttobeloppen. Efter korrigering för räntekontots påverkan ökade överskottet i det primära saldot 38,5 miljarder kronor till 155,5 miljarder 1999. Motsvarande korrigering av nettoutlåningen visar att utlåningen minskade med 15,7 miljarder kronor 1999, jämfört med 7,0 miljarder 1998. Nettoutlåningens fortsatta bidrag till ett minskat lånebehov beror främst på premiepensionssystemet.

Det primära lånebehovet definieras som summan av det primära saldot och nettoutlåningen och är därför opåverkat av omflyttningar mellan dessa. Det primära lånebehovet minskade med ca 47 miljarder kronor under 1999, och visade därmed ett överskott på 171 miljarder kronor.

Tabell 2.1 Statens lånebehov under kalenderåren 1995–99, miljarder kronor

	1995	1996	1997	1998	1999
Primärt lånebehov	37,2	-79,5	-92,7	-124,0	-171,2
varav					
• statsverkets primära saldo ¹	12,7	46,3	-82,3	-121,2	-153,3
• Riksgäldskontorets nettoutlåning ²	24,5	-125,8	-10,4	-2,8	-17,9
Räntor på statsskulden m.m.	101,4	100,5	99,0	114,4	89,3
varav					
• räntor för lån i svenska kronor	74,5	83,5	78,2	78,1	74,6
• räntor för lån i utländsk valuta	20,8	23,0	24,3	26,4	20,9
• realiserad valutadifferens, netto	6,1	-6,1	-3,6	9,8	-6,3
Statens lånebehov (netto)	138,6	21,0	6,2	-9,7	-82,0

¹Varav förändring på räntekonto; 1995: 4,7, 1996: 1,2, 1997: -10,1, 1998: -4,2, 1999: 2,3.

²Förändring på räntekonto ingår med samma belopp som i not 1 men med omvänt tecken.

Utbetalningarna för *räntor på statsskulden m.m.* uppgick till 89,3 miljarder kronor. Det är ca 25 miljarder kronor lägre än 1998. Den minskade räntebelastningen beror framför allt på att kontoret under året realiserat valutavinster att jämföra med valutaförluster under 1998. Räntor på lån i utländsk valuta var också lägre under 1999. Vidare gav kontorets uppköp av obligationer under året mindre kursförluster än 1998. De lägre kupongerna nyemitterade obligationer gav dessutom minskade ränteutbetalningarna på kupongobligationer.

För att tolka utvecklingen av lånebehovet är det intressant att söka skilja ut tillfälliga betalningar. Under 1999 uppgick dessa till ca 45 miljarder kronor netto, vilket är omkring 40 miljarder mer än 1998. De större tillfälliga nettoinbetalningarna beror främst på att AP-fonden har levererat in 45 miljarder kronor som del i finansieringen av pensionsreformen. Justerat för tillfälliga betalningar kan således överskottet uppskattas till ca 35 miljarder kronor.

Ökningen av överskotten jämfört med 1998 beror framför allt på större tillfälliga nettoinbetalningar och minskade ränteutbetalningar. Därtill kommer att den gynnsamma ekonomiska utvecklingen har genererat ökade skatteinbetalningar. I motsatt riktning verkar bl.a. ökade utbetalningar till följd av det nya pensionsystemet samt till kommunerna.

2.2 PROGNOSE ÖVER STATENS LÅNEBEHOV

2.2.1 Mål och rapporteringskrav

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

Åtterrapporing: Riksgäldskontoret skall 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 skall analyseras och i möjligaste mån kvantifieras.

2.2.2 Prognosverksamheten och dess förutsättningar

Syftet med lånebehovsprognoserna är att ge underlag för kontorets upplåningsplanering och likviditetshandling. Genom att kontoret publicerar prognoserna blir det också lättare för marknadsaktörer att förstå och förutsäga kontorets agerande. Kontoret lägger därför stor vikt vid att göra så tillförlitliga prognoser som möjligt.

Kontoret gör årsprognoser med en prognoshorisont på som längst 18 månader. Årsprognoser uttrycks externt i form av ett intervall på ± 5 miljarder kronor, där gränserna normalt är hela multiplar av tio. Prognoserna är månadsfördelade. Månadsprognoserna revideras löpande med tre månaders framförhållning. I början av varje månad publiceras punkttestimat av lånebehovet för innevarande och följande månad. Samtidigt presenterar kontoret en reviderad årsprognos för innevarande år och, i förekommande fall, för nästföljande år. För internt bruk dagfördelas prognoserna för de tre närmaste månaderna som underlag för kontorets likviditetsförvaltning.

Utvärderingen av prognoserna görs i första hand med hjälp av mått på avvikelser mellan prognoser och utfall. I det följande redovisas mått på avvikelser för års-, månads- och dagsprognoser (avsnitt 2.2.3). För att ge en bild av prognosernas *relativa* tillförlitlighet är det intressant att även se hur andras prognoser utfallit. Årsprognoserna jämförs därför med dem som görs av Finansdepartementet, KI och ESV. För månadsprognoserna finns inte motsvarande direkta jämförelseobjekt. Kontoret redovisar i stället en jämförelse med prognoser byggda på en naiv månadsfördelning av årsprognoser (avsnitt 2.2.4).

Som framgår av avsnitt 2.2.3 har prognoserna under de senaste åren tenderat att överskatta lånebehovet på både lång och kort sikt. Kontoret har således planerat för större upplåning än vad som slutligen visat sig behövas. Fel i årsprognoserna har normalt ingen direkt effekt på lånekostnaderna, eftersom de verkliga lånebesluten sällan fattas med så lång framförhållning. Indirekta effekter kan dock uppstå i den mån förväntningar om framtida utbud på statspapper påverkar det aktuella ränteläget. Månadsprognoserna styr de annonserade emissionsplanerna för obligationer och statsskuldväxlar. Emissionerna läggs upp så att kontoret i genomsnitt har ett kortfristigt lånebehov inom ramen för likviditetshanteringen. Vid prognosfel fungerar likviditetshanteringen som buffert. Överskattningar av lånebehovet för innevarande eller följande månad kan således leda till att kontoret får mindre behov av kortfristig upplåning än planerat och vice versa vid underskattningar.

Att bedöma kostnaderna för sådana avvikelser är svårt. Kvalitativt kan det finnas skäl att anta att överskattningar av lånebehovet fördyrar 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. Effekterna av detta eller andra prognosavvikelser låter sig emellertid inte kvantifieras. Resultatet beror också på hur och vid vilka tidpunkter kontoret skulle ha lånat om utfallet varit förutsett, samt på vilka lånevillkor som rått då dessa lån tagits upp. Under den period utvärderingen avser har de riktlinjer och riktmärken som funnits varit så allmänt formulerade att de inte kan användas för att översätta ett visst lånebehov till en viss upplåning. Bedömningarna riskerar därmed att bli godtyckliga. Arbetet med övergripande riktlinjer för statsskuldshanteringen kan öka möjligheterna att framgent göra meningsfulla jämförelser, t.ex. grundade på riktmärken för skuldens duration, men kontoret gör för den aktuella perioden inget försök att kvantifiera effekterna på kostnaderna av prognosavvikelser. Framställningen nedan inriktar sig på att mäta prognosernas absoluta och relativa precision.

2.2.3 Prognosernas tillförlitlighet

Utvärderingsmetoder

Grunden för att analysera prognosernas tillförlitlighet är att beräkna mått på avvikelser mellan prognos och utfall. För årsprognoserna görs detta enklast genom att jämföra prognoserna vid skilda tidpunkter med det slutliga utfallet. För månads- och dagsprognoserna behövs mått som fångar det genomsnittliga prognosresultatet enligt något kriterium. I det följande redovisas fyra mått:

- Medelvärde av absolutbeloppet av avvikelserna.
- Medianen av absolutbeloppet av avvikelserna.
- Roten ur medelvärde av den kvadrerade avvikelserna (RMSE).
- Medelfelet

De olika kriterierna belyser olika sidor av prognoserna. Principiellt bör valet av utvärderingskriterium styras av de konsekvenser en felaktig prognos får. Den frågan är dock ofullständigt belyst när det gäller lånebehovsprognoser, varför kontoret här redovisar flera mått. Inledningsvis lämnas vissa kommentarer till måttens egenskaper.

Om man uppfattar stora prognosfel som värre än små, är kriteriet *Root Mean Square Error (RMSE)* mest relevant. RMSE beräknas som roten ur genomsnittet av de kvadrerade prognosfelen. Detta kriterium utgår implicit från att kostnaderna för ett prognosfel är proportionella mot kvadraten på prognosfelen. Om kostnaderna för ett prognosfel snarare är proportionella mot prognosfelet kan man använda *genomsnittet av prognosfelens*

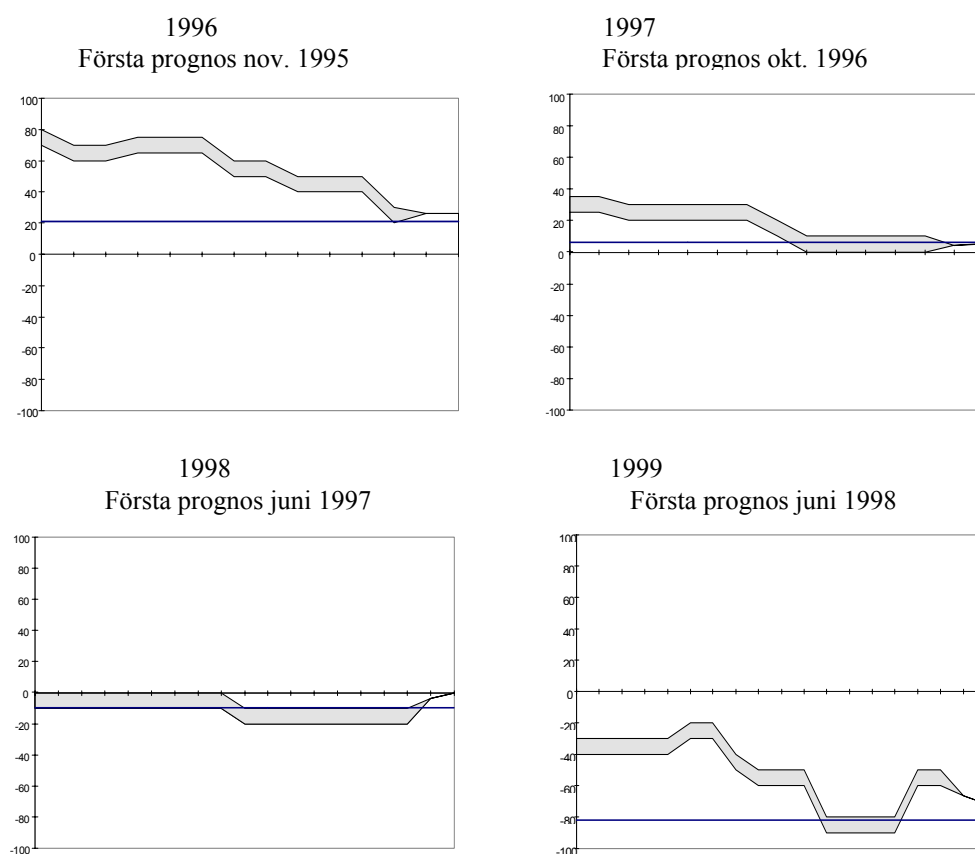
absolutvärden. Ett problem med detta mått är att ett fåtal stora prognosfel kan få stort genomslag om stickprovsstorleken är liten. Ett alternativt mått är i dessa fall *medianen av prognosfelens absolutvärden*, vilken är mindre känslig för extremvärden.

De ovan nämnda kriterierna säger framför allt något om precisionen i prognoserna. För att kontrollera för systematiska fel i prognosernas punktskattningar redovisas även medelvärdet för prognosfelen. Ett medelvärde signifikant skilt från noll är en indikation på systematisk bias i prognosernas punktskattningar.

Årsprognoser

Årsprognoser i nuvarande struktur har gjorts sedan prognosåret 1996. För 1996 och 1997 gjordes en första prognos i november respektive oktober året innan. Motsvarande första bedömning för 1998 och 1999 gjordes i juni året innan. Figur 2.2 visar hur prognosen för respektive år efter hand justerats. Vid den externa presentationen av årsprognosen anges ett prognosintervall om 10 miljarder kronor i jämna tiotal (grått fält). Från och med november har ett punkttestimat angivits. Den heldragna linjen visar utfallet.

Figur 2.2 Riksgäldskontorets årsprognoser 1996–1999



Skillnaden mellan den första prognosen för 1996 och utfallet uppgick till drygt 50 miljarder kronor. Prognosen låg hela tiden över det slutliga utfallet. Orsaken var främst den snabba förbättringen av svensk ekonomi, som gjorde att prognosen för skatteinbetalningar justerades upp flera gånger. En annan felkälla var att statliga bolag förtidsinlöste lån hos Riksgäldskontoret. Lånebehovet 1997 blev ca 25 miljarder kronor lägre än den första prognosen. Även denna avvikelse beror främst på oväntat stora skatteinbetalningar. Från juni låg prognosintervallet i nivå med det slutliga utfallet. Utfallet 1998 blev ett överskott på 10 miljarder kronor, inom prognosintervallet på 0–10 miljarder i den första prognosen.

Utfallet 1999 blev ett överskott på 82 miljarder kronor, ca 50 miljarder mer än i första prognosen. Året var händelserikt och prognosen reviderades upp och ner vid flera tillfällen. I början av 1999 meddelades att utbetalningen till premiepensionssystemet på 37 miljarder skulle skjutas upp. Under våren reviderades prognosen för utförsäljningsinkomster upp med 20 miljarder till följd av regeringens nya bedömning i vårpropositionen.

I september beslutade kontoret att flytta utförsäljningsinkomsterna till 2000, vilket minskade överskottet med ca 35 miljarder. Inga fler utförsäljningar skedde, men överskottet späddes i stället på av att AP-fonden i december gjorde en extra överföring till premiepensionssystemet och fyllnadsinbetalningarna av skatt blev större än väntat. Det primära saldoto och räntor på statsskulden slutade på ungefär samma nivå som i den första prognosen. Huvuddelen av prognosfelet kan således hänföras till nettoutlåningen, som blev 48 miljarder kronor lägre än väntat, främst till följd av transaktioner kopplade till premiereservsystemet.

Sammanfattningsvis kan orsakerna till prognosavvikelserna under perioden grovt indelas i två kategorier:

1. *Den oväntat snabba ekonomiska utvecklingen*, som lett till att skatteinbetalningar underskattats och utbetalningar för arbetslösheten överskattats.
2. *Enstaka stora betalningar*, främst kopplade till utförsäljningar av statlig egendom och Riksgäldskontorets in- och utlåning.

Som utgångspunkt för prognos av konjunkturberoende faktorer använder kontoret Konjunkturinstitutets (KI) makroekonomiska bild. Missbedömningar av t.ex. skatteintäkter kan bero på att skatteunderlaget utvecklats annorlunda än väntat eller att kontorets bedömning av hur stora intäkter som genereras givet en viss utveckling varit fel (eller en kombination av dessa). Någon exakt uppdelning av prognosfelet går dock inte att göra, eftersom prognoserna inte framkommer ur mekaniska samband. Skatteprognoserna har givit relativt små avvikelser under 1998 och 1999, men möjligheter till förbättringar finns. Kontoret arbetar därför med att utveckla skatteprognoserna, delvis i samråd med KI och Ekonomistyrningsverket (ESV).

Uppgiften att förutse enstaka stora betalningar från utförsäljningar och in- och utlåningstransaktioner är svårare. De styrs av politiska och administrativa beslut som inte låter sig prognostiseras med samma metoder som övriga betalningar. Utöver att söka få så tillförlitlig och tidig information som möjligt har Riksgäldskontoret små möjligheter att påverka denna källa till prognososäkerhet.

Månadsprognoser

I början av varje månad - månad t - gör Riksgäldskontoret en intern prognos för månad $t + 2$ (*prognos 1*). Dessutom revideras prognosen för månad $t + 1$ (*prognos 2*) och innevarande månad (*prognos 3*), vilka publiceras. Mått på avvikelser för åren 1995–1999 presenteras i tabell 2.2.

Tabell 2.2 Mått på avvikelser mellan utfall och prognos i månadsprognoser 1995–1999, miljarder kronor

	1995	1996	1997	1998	1999
Prognos 1					
Medelfel abs.	7,3	2,8	6,4	5,3	6,7
Medianfel abs.	7,3	2,8	5,9	4,6	5,9
RMSE	8,1	6,0	7,3	7,0	8,0
Medelfel	-2,0	-4,0	0,2	1,4	-1,7
Prognos 2					
Medelfel abs.	4,0	5,0	4,2	5,5	5,6
Medianfel abs.	3,2	3,6	2,3	5,0	3,6
RMSE	5,2	5,9	6,3	7,3	7,3
Medelfel	-0,6	-4,2	-2,5	-0,9	-1,7
Prognos 3					
Medelfel abs.	2,8	4,1	3,9	5,3	3,5
Medianfel abs.	1,8	4,2	2,1	3,9	3,0
RMSE	3,8	4,9	5,8	7,3	4,4
Medelfel	-1,0	-3,5	-2,4	-1,6	-2,7*

* markerar att medelfelet är signifikant skilt från noll på femprocentnivån.

Medelvärden av de absoluta felen är med få undantag större än motsvarande medianfel, vilket indikerar att medelvärden dras upp av enskilda stora fel. I överensstämmelse härmed är RMSE, som ger extra vikt åt stora avvikelser, genomgående störst. Beträffande resultatet för 1999 kan konstateras att medelvärden av de absoluta felen var större än 1998 vad gäller prognos 1 och 2, men lägre för prognos 3. RMSE var relativt höga för både

prognos 1 och 2, medan prognos 3 även enligt detta kriterium gett ett mindre fel. Allmänt sett uppvisade prognos 3 de minsta felen sedan 1995, medan prognos 1 och 2 varit något sämre än tidigare år.

Medelfelen är med två undantag negativa för samtliga horisonter under de fem åren. Det innebär att kontoret överskattat lånebehovet, vilket avspeglar att statsfinanserna förbättrats snabbare än väntat; se figur 2.2. Endast medelfelet 1999 är signifikant mindre än noll, vilket dock snarare avspeglar att variationerna i lånebehovet varit mindre än tidigare än en systematisk försämring av prognoserna.

Felen i prognos 1 och 2 kan 1999 huvudsakligen förklaras av stora avvikelser i februari, maj, juni och december. Avvikelsen i februari beror på uteblivna försäljningsinkomster då kontoret antagit att likviden för Pharmacia & Upjohn skulle betalas in till staten. I maj flyttades Riksbankens inleverans till juni. Dessutom prognostiserades större fyllnadsinbetalningar av skatt än vad som kom in. I december var orsaken främst en extra överföring från AP-fonden till premiepensionssystemet samt oväntat stora fyllnadsinbetalningar av skatt. Avvikelsen i december förklarar till stor del felet i prognos 3. I övrigt är det ingen månad som avviker extremt mycket.

Dagsprognoser

De dagfördelade prognoserna justeras löpande. I grundprognoserna, som lämnas vid månadsskiftet, ingår betalningar som i brist på information om betalningsdag är jämnt fördelade över månaden. Prognosen justeras så snart betalningsdagen fastställs. Omkring kl. 9.00 kan utfallet för dagens skatteinbetalningar avläsas, varefter prognosen justeras (morgonprognosen). Klockan 11.30 töms postgirots ut- och inbetalningskonton till Rixsystemet, vilket innebär att de flesta betalningarna är gjorda. Prognosen som lämnas efter justeringen kl. 11.30 (lunchprognosen) är därför nästan lika med utfallet. Mått på avvikelser för åren 1997–1999 presenteras i tabell 2.3.

Precisionen i *grundprognoserna* och *lunchprognoserna* återställdes under 1999 till samma nivå som 1997 efter en påtaglig försämring under 1998. Det indikerar att kontoret anpassat sig till de ändringar i betalningsmönstren vid skattekulminationer som uppstod till följd av skattekontosystemet införande. (Eftersom det är fråga om ett begränsat antal kulminationsdagar, slår dessa fel inte igenom i medianmättet.) Mätt med RMSE var felen under 1999 mindre än tidigare år vid alla tre prognostidpunkterna. En möjlig tolkning är att dagfördelningen av skattebetalningarna har stämt bättre överens med utfall i år än tidigare. Att medelfelen i lunchprognoserna är signifikanta avspeglar att det sedan 1998 kommer skattebetalningar sent på dagen, som kontoret inte har förhandsinformation om. En korrigering för detta har numera lagts in i dagsprognosen.

Tabell 2.3 Mått på avvikelser mellan utfall och prognos i dagsprognoser 1997–1999, miljoner kronor

	1997	1998	1999
Grundprognos			
Medelfel abs.	885	1189	816
Medianfel abs.	463	590	523
RMSE	1519	2121	1 380
Medelfel	-71	-60	-77
Morgonprognos			
Medelfel abs.	513	561	503
Medianfel abs.	292	290	344
RMSE	756	1189	721
Medelfel	27	-51	-62
Lunchprognos			
Medelfel abs.	59	74	109
Medianfel abs.	7	20	60
RMSE	250	194	166
Medelfel	-32*	-39*	-84*

* markerar att medelfelet är signifikant skilt från noll på femprocentsnivån.

2.2.4 Jämförelser med andra prognosmakare och -metoder

Årsprognoser från andra prognosmakare

I tabell 2.4 jämförs kontorets årsprognoser för 1997–1999 med motsvarande prognoser från Finansdepartementet, KI och ESV. Det bör noteras att jämförelsen görs mellan kontorets första prognos, sedan 1998 presenterad i juni året innan, och övriga myndigheters prognoser presenterade upp till sex månader senare.

Tabell 2.4 Årsprognoser och utfall för lånebehovet 1997–99, miljarder kronor (prognostidpunkt inom parentes)

	Utfall	RGK	Finansdepartementet	KI	ESV
1997	6,2	33	29 ¹	11	39
		(okt. -96)	(sept. -96)	(nov.-96)	(dec. -96)
1998	-9,7	-0	15	5	20
		(juni -97)	(sep. -97)	(aug. -97)	(dec. -97)
1999	-82	-31	-16	-16	14
		(juni -98)	(okt. -98)	(aug. -98)	(dec. -98)

¹ Inklusive utförsäljningsinkomster.

Kontorets prognosfel uppgick till ca 25 miljarder kronor 1997, ca 10 miljarder kronor 1998 och ca 50 miljarder kronor 1999. Samtliga myndigheter har i varierande grad överskattat lånebehovet de tre åren. De två senaste åren har Riksgäldskontoret legat närmare utfallet än de övriga, trots att prognoserna gjorts tidigare.

Månadsprognoser med naiva metoder

Ett kompletterande sätt att belysa precisionen i kontorets prognosmetoder är att jämföra med någon naiv prognosmetod, som i stort sett inte kräver någon arbetsinsats. Skulle kontorets prognoser inte ge ett signifikant bättre resultat än den naiva prognosen kunde detta tas som en indikation på att prognosarbetet inte tillför något mervärde. Naiva prognoser kan konstrueras på otaliga sätt. Som exempel har kontoret valt en metod där en säsongskomponent estimeras för varje kalendermånad med hjälp av historiska data. Detta görs med hjälp av ett glidande medelvärde över fem år. Utifrån regeringens prognos i budgetpropositionen för ett visst budgetår fördelas sedan lånebehovet över året med hjälp av de estimerade månadskomponenterna. Prognoserna revideras ej under året.

I tabell 2.4 anges på årsbasis RMSE för den naiva prognosen samt för kontorets tre månadsprognoser. *Naiv* är den naiva prognosen som beskrivits ovan och *Standardavvikelse* betecknar slutligen standardavvikelsen i lånebehovets utfall.

Tabell 2.5 Jämförelse med naiva månadsprognoser 1995–1999, miljarder kronor

	1995	1996	1997	1998	1999
Prognos 1	8,1	6,0	7,3	7,0	8,0
Prognos 2	5,2	5,9	6,3	7,3	7,3
Prognos 3	3,8	4,9	5,8	7,3	4,4
Naiv	15,8	11,5	9,2	10,0	8,3
Standardavvikelse	15,6	13,0	10,2	11,0	6,5

Den naiva prognosen har RMSE av samma storleksordning som standardavvikelsen i den underliggande serien. Kontorets prognoser ger mindre fel, vilka också krymper då prognosmånaden rycker närmare och informationsmängden ökar. Detta är inte förvånande, men kan sägas indikera att kontorets prognoser inte tycks behäftad med några systematiska fel. Undantaget är 1999, där först prognos 3 har ett fel som är lägre än standardavvikelsen i utfallet. Orsaken är dock snarare att standardavvikelsen i utfallet var osedvanligt låg 1999 än att prognoserna var osedvanligt dåliga. Att månadsfluktuationerna i lånebehovet var så små beror bl.a. på att momsen i februari, normalt månaden med störst överskott, kom in i mars.

Ett besläktat utvärderingskriterium är Theils U2-mått, vilket ges av kvoten mellan RMSE och standardavvikelsen för den prognostiserade variabeln. En ideal prognos har ett värde som går mot noll, medan en bristfällig prognos kan få ett hur högt värde som helst. Genomsnittet av detta mått för hela utvärderingsperioden är 1,00 för den naiva prognosen, 0,71 för prognos 1, 0,64 för prognos 2 och 0,51 för prognos 3. En tolkning av detta resultat är att kontoret vid prognos 3 undanröjt ungefär hälften av den osäkerhet som den naiva prognosen är behäftad med.

Även om den naiva prognosen mest skall ses som ett illustrativt exempel indikerar jämförelsen i tabell 2.4 att kontorets prognosarbete ger påtagligt högre precision än en ansats byggd på en mekanisk prognosmodell utan uppföljning under året.

3. UPPLÅNING OCH STATSSKULDSFÖRVALTNING

3.1 MÅL OCH ÖVERGRIPANDE STRATEGI

Riksgäldskontoret tar upp och förvaltar lån för att finansiera statsskulden, eventuella underskott i statens budget och andra utgifter som riksdagen beslutar om. Finansieringen sker genom nominella lån, reala lån och lån i utländsk valuta. Huvuddelen av upplåningen görs med hjälp av instrument anpassade för handel i stora volymer på värdepappersmarknader. Därtill använder sig kontoret av instrument som är särskilt avpassade för upplåning direkt från hushållssektorn.

Riksgäldskontorets mål är att förvalta statsskulden så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas (lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning). Enligt regleringsbrevet för 1999 skall kontoret genom marknadsvårdande åtgärder långsiktigt uppnå lägre absoluta kostnader för statsskulden. Riksgäldskontoret skall vidare, med beaktande av risken i förvaltningen, under en femårsperiod uppnå lägre kostnad för statsskulden relativt kostnaden för den av styrelsen fastställda riktmarkesportföljen.

I maj 1998 fattade riksdagen beslut om en ny beslutsstruktur och en ny målformulering för statsskuldspolitiken. De nya reglerna trädde i kraft vid förra årsskiftet. Verksamhetsåret 1999 blev därmed det första året som omfattades av det nya regelverket. Ändringarna innebär i första hand att gällande praxis preciseras och kodifieras, samt att ett mer konsistent system för styrning, delegering och utvärdering skapas. Detta innebär att regeringen istället för att som tidigare enbart ange riktlinjer för omfattningen av valutaupplåningen, angav riktlinjer för hela statsskuldens sammansättning och räntebindningstid.

Riksgäldskontorets styrelse ansvarar för att operationalisera regeringens beslut. Styrelsen har därför bl.a. fastställt riktmarkesportföljer för skulden i nominella kronor respektive utländsk valuta. Även tillåtna avvikelser när det gäller löptid (räntebindningstid) respektive valutasammansättning har fastställts. På så sätt har styrelsen satt upp gränser för risktagandet i relation till riktmarkesportföljerna. Genom att beräkna vad det hade kostat att låna på det sätt som anges av riktmarkesportföljen och jämföra med den faktiska kostnaden för upplåningen får man ett mått på resultatet av kontorets förvaltning.

Jämförelser med riktmarkesportföljer ger emellertid endast en partiell bild av hur statsskuldspolitiken påverkar kostnaderna för statsskulden. De fångar t.ex. inte effekterna av åtgärder som påverkar kostnaderna för både den faktiska skulden och riktmarkesportföljen. Hit hör bl.a. marknadsvård. Om kontoret genom val och utformning av upplåningsinstrument, initiativ för att förbättra obligationsmarknadens funktionssätt eller på annat sätt bidrar till att staten får lägre lånekostnader, minskar kostnaderna som de mäts av riktmarkesportföljen lika mycket. Kontorets arbete med marknadsvård vägleds av målet om lägsta möjliga kostnader, men effekterna måste bedömas med andra metoder än riktmarkesportföljer. I regleringsbrevet för 1999 angav regeringen att kontorets marknadsvårdande åtgärder skall beskrivas och analyseras. Effekterna av dessa åtgärders påverkan på statens räntekostnader skall om möjligt kvantifieras. Avsnitt 3.2.4 innehåller denna redovisning.

Statsskuldspolitiken påverkas även av mer övergripande riskhänsyn än de som mäts av tillåtna avvikelser från riktmarkesportföljer. Genom att staten lånar via instrument med olika egenskaper, t.ex. nominella och reala lån, på olika marknader, t.ex. i kronor och på utländska kapitalmarknader, och från både institutionella placerare och från hushåll minskar beroendet av lånevillkoren på en viss delmarknad. Statsskuldspolitiken vägleds således, på motsvarande sätt som förvaltningen av en välskött tillgångsportfölj, av ett diversifieringstänkande i syfte att minska riskerna för stora variationer i statens lånekostnader. Detta diversifieringstänkande kom till uttryck i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer och präglar även det beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning som regeringen fattade för 1999.

Utvärdering via riktmarkesportföljer kan beskrivas som att det ger ett mått på de *relativa kostnaderna för delar av skulden* medan målet avser de *absoluta kostnaderna för skulden som helhet*. För en mer komplett utvärdering är det därför även väsentligt att söka beakta om skulden totalt sett är sammansatt och förvaltas på ett sådant sätt att de absoluta kostnaderna blir så låga som möjligt med hänsyn till de restriktioner som måste beaktas. Det innebär att utvärderingen måste innefatta andra aspekter än riktmarkesportföljer. Komplexiteten och svårigheten

att finna rimliga måttstockar för absoluta kostnader, effekterna av marknadsvård etc. gör att även kvalitativa bedömningar måste vägas in.

3.2 UPPLÅNINGEN PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADER

3.2.1 Strategiska utgångspunkter

För att uppnå målet att långsiktigt minimera kostnaderna för statsskulden har kontoret lagt fast ett antal strategiska utgångspunkter för upplåningen. I det följande behandlas dessa i punktform.

Förutsägbarhet och genomlysning. På den svenska marknaden, där staten är den dominerande emittenten, är det viktigt att kontoret agerar med långsiktighet och förutsägbarhet. Upplåningsstrategin skall vara känd och åtgärder skall annonseras i god tid. Klara spelregler för investerare och återförsäljare bidrar till att hålla nere avkastningskraven och minskar därmed kostnaderna för upplåningen. Förutsägbarhet har tidigare i betydligt mindre utsträckning präglat valutaupplåningen. Den ökade integrationen mellan olika marknader, som för kontorets del bl.a. har tagit sig uttryck i introduktionen av parallella benchmarklån i kronor och euro, gör att skillnaderna mellan inhemsk och utländsk upplåning blir mindre. Förutsägbarhet och genomlysning måste därför numera beaktas även i valutaupplåningen.

Diversifiering. Genom att diversifiera upplåningen, dvs. utnyttja flera delmarknader, kan kontoret uppnå en lägre kostnad på respektive delmarknad. Kontoret lånar såväl i inhemsk som utländsk valuta, nominellt som reallt samt på olika löptider. Genom diversifiering reduceras även risken, eftersom kontoret blir mindre känsligt för förändringar i läget på enskilda marknader.

Marknadsvård. Som den ojämförligt störste låntagaren på den inhemska marknaden har kontoret möjlighet att minska statens upplåningskostnader genom att verka för likvida och effektiva marknader. Detta sker bl.a. genom att upplåningen koncentreras till ett begränsat antal instrument. Vidare pågår ett ständigt arbete för att förbättra marknadernas funktionssätt. Den ökade integrationen mellan inhemsk och utländsk upplåning gör att marknadsvården blir viktigare även i valutaupplåning.

Begränsad refinansieringsrisk. Upplåningen skall bedrivas på ett sådant sätt att förfalloprofilen jämnas ut. Därigenom begränsas risken för att kostnaderna skall drivas i höjden av att lånevillkoren är särskilt oförmånliga vid en tidpunkt då en stor del av skulden skall omsättas.

3.2.2 Marknadsstrukturen

EMU-starten har inneburit stora förändringar för de europeiska kapitalmarknaderna. Europeiska investerare har i ökad utsträckning diversifierat in i nya kreditklasser. Detta kan även antas ha ökat intresset för statspappersmarknader som står utanför EMU. Vidare har likviditeten kanaliserats till de stora marknaderna, främst den tyska. Fokuseringen på likviditet har inneburit att mindre statspappersmarknader inom EMU haft svårigheter att locka nya investerare från andra EMU-länder. Upplåningskostnaderna har därför stigit för de mindre länderna relativt Tyskland. På den svenska statspappersmarknaden minskade omsättningen under 1999 med ca 15 procent jämfört med föregående år.

Sammanläggningen av elva marknader till en gemensam innebar att marknadens aktörer intensifierade ansträngningarna att förbättra marknadens likviditet, genomlysning och effektivitet. Det har skett genom att ett antal elektroniska plattformar för handel i obligationsmarknaden har etablerats. Euro-MTS, som handlar statspapper i euro, är ett exempel på ett sådant elektroniskt system. I dagsläget handlas endast de mest likvida statspapren inom EMU i systemet men flera av de mindre länderna har långt framskridna planer att delta genom att sätta upp lokala MTS-system. Holland lanserade ett sådant redan under 1999. Detta är exempel på hur elektronisk handel kan öka tillgängligheten för statspapper från mindre länder.

Handeln med futureskontrakten

För att öka intresset hos utländska placerare för svenska statspapper ställs motsvarande krav på likviditet, genomlysning och effektivitet på den svenska marknadsplatsen. Ett viktigt steg mot en ökad transparens och handel i ett elektroniskt orderdrivet system var introduktionen av två futureskontrakt under hösten 1998.

Kontrakten var tänkta att fungera som huvudsakligt instrument för handel i ränterisk. Handeln kom dock att i alltför stor utsträckning bli beroende av aktiva marknadsgaranter. Dessa skulle stödja likviditeten inledningsvis, varefter det underliggande orderflödet skulle ta över. Det underliggande orderflödet blev emellertid aldrig tillräckligt stort; kontrakten slutade i praktiken att fungera då marknadsgaranterna - under sommaren 1999 - slutade att ställa bindande tvåvägspriser. I stället kom den gamla strukturen med handel över telefon att återuppstå.

Ett nytt elektroniskt system för handel i statspapper

I och med att handeln i futureskontrakten upphörde framstod behovet av att effektivisera marknaden som än mer angeläget och därmed inleddes ett arbete med att skapa en elektronisk plattform för handel av statsobligationer. I arbetet deltar återförsäljarna och Riksgäldskontoret. Huvudsyftet med en elektronisk handelsplattform är att få in fler aktörer och därmed förbättra likviditeten och öka tillgängligheten för statspapper.

Förändringar i återförsäljarkretsen

Under året upphörde JP Bank AB (publ.) som återförsäljare och Salomon Smith Barney började.

3.2.3 Marknadsvård på den inhemska marknaden

Regeringen har i regleringsbrevet angivit att kontorets marknadsvårdande åtgärder skall beskrivas och analyseras. Effekterna av dessa åtgärders påverkan på statens räntekostnader ska om möjligt kvantifieras.

Begreppet marknadsvård kan innehålla en rad olika åtgärder och någon entydig definition är svår att finna. Det bredaste angreppssättet vore att utgå från att i stort sett allt frånsett en mekanisk upplåning för att täcka statliga lånebehov är att betrakta som marknadsvård. I så fall skulle exempelvis investerarinformation, engagemang i marknadsstrukturfrågor och annan verksamhet som ligger utanför de faktiska lånetransaktionerna hamna under begreppet marknadsvård.

En snävare definition skulle vara att försöka ange de transaktioner som kontoret ingår eller kan tänkas ingå som är av marknadsvårdande karaktär. Dessa skall vara motiverade utifrån att de antas sänka de *absoluta* räntekostnaderna för staten till skillnad från transaktioner som strävar mot att sänka de *relativa* kostnaderna som fångas upp då kostnaderna mäts gentemot riktmärket.

Även om en större del av kontorets aktiviteter kan beskrivas som åtgärder som syftar till att sänka statens absoluta lånekostnader framstår den bredare definition som alltför omfattande. Rimligare är att i detta sammanhang främst diskutera de olika typer av aktiviteter i *marknaden* som syftar till att sänka de absoluta kostnaderna. Men då bör man ha i minnet att detta är en relativt snäv definition och att andra definitioner är möjliga. Nedan följer en kategorisering av olika marknadsvårdande transaktioner och en beskrivning av syftet bakom dessa. Dessutom ges en viss kvantifiering av eventuella kostnader.

Byten och uppköp för att erhålla bättre likviditet och transparens

Genom att skapa lån med stora utestående volymer förbättras likviditeten och därmed prisbilden i dessa lån. En likvid andrahandsmarknad och transparent prisbild minskar eventuella likviditetsriskpremier, vilket ger lägre lånekostnad för staten.

Kostnaden för att skapa stora lån uppstår genom transaktionskostnader då äldre lån byts mot nya, till följd av skillnaden mellan köp- och säljpriset. Dessa transaktionskostnader kan för den nominella obligationsmarknaden under 1999 uppskattas till 50 miljoner kronor för de byten som sammanlagt omfattade 28 miljarder kronor. Kostnaden skall sättas i relation till vinsten av en mer likvid marknad. Räknat över de senaste årens årliga obligationsemissionsvolymer, omkring 70 miljarder kronor, så motsvarar en räntepunkts lägre lånekostnad ca 50 miljoner kronor i minskade räntekostnader. Indikationer från andra marknader, exempelvis den amerikanska statspappersmarknaden, visar att skillnad mellan likvida och mindre likvida lån kan uppgå till 10-15 räntepunkter. Således kan kostnaden för försämrade likviditet antas överskrida de transaktionskostnader som följer av bytestransaktioner i syfte att skapa större lån.

För den reala obligationsmarknaden tillåter den osäkra prisbilden ingen kvantifiering av transaktionskostnaderna i samband med byten.

Byten och uppköp som syftar till att minska refinansieringsrisken

Benchmarklån med mindre än ett års återstående löptid byts normalt in mot durationsneutrala paket av statsskuldväxlar. Bytena tjänar två syften: för det första minskas refinansieringsrisken då förfall av stora obligationslån sprids ut på flera statsskuldväxellån (vilket inte kan betecknas som marknadsvård utan snarare motiveras av riskhänsyn); för det andra får placerare möjlighet att byta korta obligationslån som riskerar att få försämrade likviditet mot likvidare statsskuldväxlar. Därmed gynnas även likviditeten i statsskuldväxelmärknaden. Transaktionskostnaderna för dessa byten är noll då återköpsräntan på obligationslånet sätts utifrån ett vägt genomsnitt av de emitterade statsskuldväxlarna.

On tap-byten på realobligationsmarknaden för att underlätta andrahands-marknaden

On tap-byten som återförsäljarna i realobligationer erbjuder att göra med kontoret ökar återförsäljarnas möjligheter att bedriva handel på andrahandsmarknaden. Därmed kan likviditeten förbättras. Emellertid finns risk att kontoret övertar den funktion som naturligen ligger på mellanhänder och andra aktörer på andrahandsmarknaden. De volymer som kontoret genomför måste därför sättas i relation till den samlade aktiviteten på realobligationsmarknaden.

Då kontoret erhåller transaktionskompensation, i form av skillnad mellan köp- och säljränta, bör någon direkt kostnad ej finnas. Dock kan det i efterhand visa sig att kostnad uppstår om prisrelationen mellan två utbytta lån blir ofördelaktig. Men eftersom bytesverksamheten är relativt begränsad i relation till den utestående stocken, blir eventuella vinster eller förluster till följd av on tap byten små i relation till de totala kostnaderna för realobligationsupplåningen.

Repo-verksamhet för att förbättra marknadens funktionssätt

Utöver de statspapper Riksgäldskontoret repar ut vid lånebehov tillhandahåller kontoret även marknadsvårdande repofaciliteter i andrahandsmarknaden. Syftet är att upprätthålla god likviditet i statspappersmarknaden. Även i detta fall är det viktigt att kontoret inte blir en alltför dominerande aktör, eftersom det skulle kunna hämma utvecklingen av repomarknaden i övrigt. Kontorets samlade repo-verksamhet, dvs. löpande kortfristig finansiering och marknadsvårdande transaktioner, uppgår emellertid endast till omkring två procent av omsättningen på repomarknaden.

I nyemitterade statspapper där den utestående stocken är liten garanteras en total utestående volym. Denna facilitet syftar till att underlätta handeln i de nyemitterade lånen med små utestående volymer. Utan denna facilitet finns risk för inlåsnings effekter i det fall en stor del av den utestående volymen ligger hos ett fåtal placerare. Dessa repor sker 15 baspunkter under Riksbankens reporänta och innebär därmed en liten besparing för kontoret.

För realobligationer erbjuds 120 miljoner kronor i garanterad repovolym till var och en av kontorets återförsäljare. Repofaciliteten används regelbundet och underlättar handel eftersom återförsäljare då kan sälja obligationslån som inte finns i deras obligationsinnehav. Även dessa repor sker 15 baspunkter under Riksbankens reporänta och innebär därmed en liten besparing för kontoret.

För att underlätta för statspappersmarknaden runt årsskiftet införde kontoret en extra facilitet under perioden 15 december - 10 januari. Syftet var att minska oron för störningar i systemet och därmed minska risken för bristsituationer i statspappersmarknaden. Eftersom relativt många aktörer ställde in sin repo-verksamhet under perioden före och efter årsskiftet kom faciliteten till stor användning för kontorets återförsäljare. Därmed kan marknadens funktion under den kritiska tiden kring årsskiftet antas ha fungerat bättre.

Sammanfattningsvis bidrar repo-verksamheten till en lägre inhemsk räntenivå och därmed lägre räntekostnader. Storleken av denna vinst är dock svår att uppskatta. Förutom denna positiva effekt på den absoluta räntenivån uppstår även en mätbar effekt. Detta sker genom att repo-verksamheten är mer kostnadseffektiv än annan kortfristig upplåning på grund av att repor görs till lägre ränta än dagslåneräntan, vilket under 1999 medförde en besparing på 4,2 miljoner kronor.

3.2.4 Upplåning i nominella svenska kronor

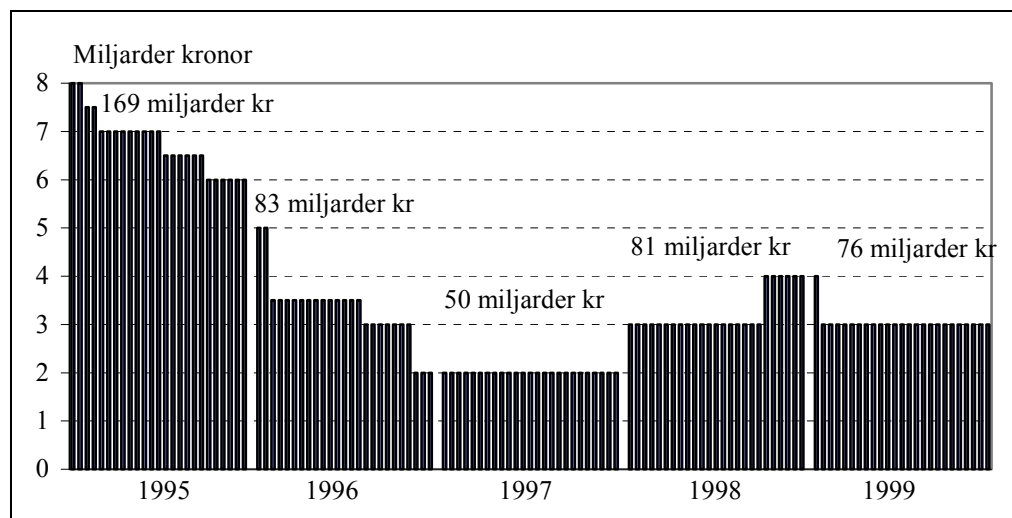
Huvuddelen av Riksgäldskontorets upplåning i nominella svenska kronor sker via nominella statsobligationer och statsskuldväxlar. Obligationer används i huvudsak för att finansiera långsiktiga upplåningsbehov medan statsskuldväxlar används för att parera kortsiktiga fluktuationer i lånebehovet. Fördelningen styrs också av riktmärket för den nominella skulden. För att parera dagliga över- eller underskott i statens betalningar bedriver kontoret dessutom en likviditetshantering genom dagslån, depositransaktioner och repor.

Trots överskott i lånebehovet under 1999 har en normal aktivitet i emissioner av nominella statsobligationer och statsskuldväxlar kunnat upprätthållas. Detta förklaras av den fortsatta nettoamortering av valutaskulden (se definition i not 1 på sidan 8) med motsvarande ca 24 miljarder kronor och kontorets stora aktivitet i kron/valutaswappar (en ökning med ca 40 miljarder kronor). Dessutom har en relativt begränsad realobligationsupplåning (ca 3 miljarder kronor) genomförts under året.

Nominella statsobligationer

Den utestående volymen nominella statsobligationer var vid utgången av 1999 667,4 miljarder kronor (exklusive repor)¹, en minskning under året med 14,4 miljarder kronor. Under året genomfördes auktioner varannan vecka vid totalt 25 tillfällen. Emissionsvolymen uppgick till 3 miljarder kronor per auktionstillfälle, med undantag av årets första auktion som uppgick till 4 miljarder kronor (se figur 3.1). Den genomsnittliga löptiden var 7,3 år, vilket innebar att i genomsnitt 1,5 år kortare obligationer emitterades än under 1998. Minskningen förklaras huvudsakligen av att kontoret främst emitterade i ett nytt sjuårigt benchmarklån, medan emissionerna under 1998 i stor utsträckning skedde i ett 11-årigt benchmarklån.

Figur 3.1 Utbudna auktionsvolymen av nominella statsobligationer



Varje stapel avser ett auktionstillfälle. Ovanför staplarna anges total utbudna volym under året.

Första halvårets auktioner rönt ett likartat intresse som under föregående år. Däremot mottogs andra halvårets auktioner något sämre i marknaden. Såväl räntespridning (skillnad mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta) som räntepåslag (skillnad mellan genomsnittsränta och marknadsränta) steg under andra halvåret, samtidigt som teckningskvoten (anbudsvolym i förhållande till utbudna volym) föll, vilket genomgående är negativt för auktionerna (se tabell 3.1). En tänkbar förklaring till utvecklingen kan vara en generellt försämrad likviditet - omsättningen var ca 20 procent lägre under andra halvåret 1999 jämfört med första halvåret i såväl obligationer som statsskuldväxlar. De nedskurna volymerna i emissionerna uppgick till totalt endast 300 miljoner kronor. En förklaring kan vara det sjunkande lånebehovet.

¹ Statsobligationer inklusive repor uppgick till 678,9 miljarder.

Tabell 3.1 Medelvärde för räntespridning och räntepåslag i baspunkter samt teckningskvot för nominella obligationer 1995-1999 (standardavvikelser inom parentes)

	1995		1996		1997		1998		1999	
	95:1	95:2	96:1	96:2	97:1	97:2	98:1	98:2	99:1	99:2
Räntespridning ²	1,93 (0,78)	1,42 (0,74)	1,02 (1,10)	1,05 (0,56)	0,55 (0,67)	0,53 (0,30)	0,59 (0,39)	0,60 (0,23)	0,61 (0,36)	0,91 (0,58)
Räntepåslag ³	1,95 (1,85)	0,34 (1,61)	-0,04 (2,58)	1,71 (1,78)	0,39 (1,58)	0,56 (1,20)	0,90 (1,71)	0,61 (1,74)	0,74 (1,66)	1,28 (1,86)
Teckningskvot ⁴	2,01 (0,91)	2,46 (1,30)	2,27 (1,38)	2,00 (0,85)	2,46 (1,12)	2,58 (1,02)	2,33 (0,83)	2,50 (0,96)	3,08 (2,17)	2,62 (1,18)

¹ Skillnaden mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna.

² Skillnaden mellan genomsnittlig emissionsränta och marknadsräntan precis före emissionen. Då den exakta marknadsräntan inte alltid har funnits att tillgå har denna fått efterkonstrueras i vissa fall. Siffrorna bör därför tolkas med viss försiktighet.

³ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

Benchmarklån 1044 (3,5 procent, april 2006) introducerades under året. Lånet är ett parallelllån till det i i euro denominerad lånet 1044E. Vid ett eventuellt framtida svenskt EMU-inträde kommer lånen att smälta samman till ett lån.

Det enda ordinarie förfallet under 1999 utgjordes av den återstående volymen om 18 miljarder kronor av lån 1028. Merparten av lånet hade dock bytts in mot statsskuldväxlar under föregående år. Vid sidan av ordinarie förfall genomför kontoret återköp och bytestransaktioner⁵. Under 1999 erbjöds sammanlagt 40 miljarder kronor bytesauktioner mellan nominella obligationer, varav 34,2 miljarder kronor blev tecknat.

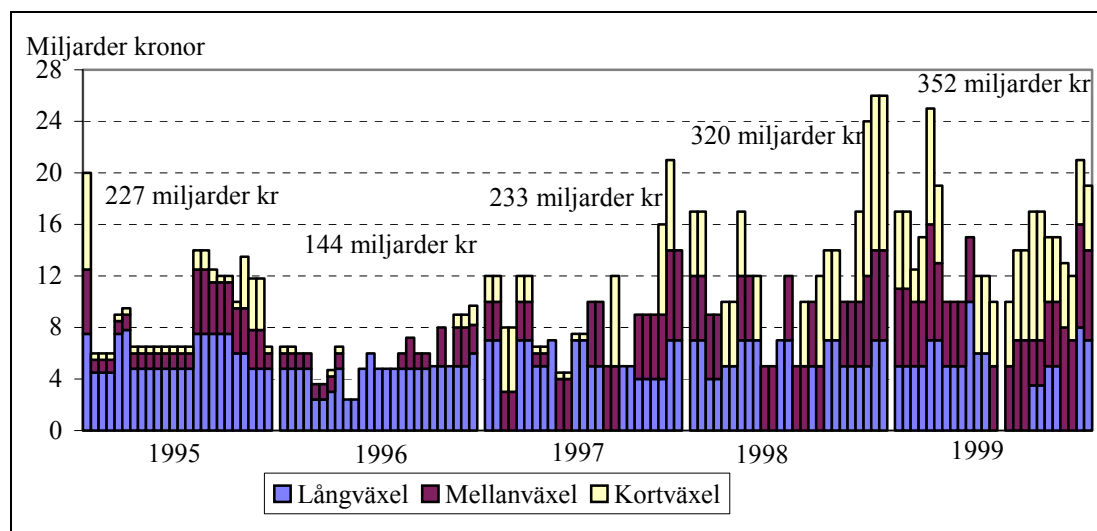
Riksgäldskontoret lanserade under maj en möjlighet till strippning av svenska statsobligationer. Sådana faciliteter har sedan länge funnits i USA och Frankrike och har på senare år introducerats i flera länder i Europa. Strippning innebär att kontoret erbjuder bytesaffärer där kupongobligationer köps in och samtidigt en uppsättning nollkupongobligationer – som tillsammans ger exakt samma kassaflöden som kupongobligationens – emitteras. Bytesaffären kan också ske åt motsatt håll, dvs. redan strippade lån kan fogas samman till den ursprungliga kupongobligationen. Syftet med strippningfaciliteten är att erbjuda marknaden ett nytt investeringsobjekt i form av nominella nollkupongobligationer. Emellertid har starten – i likhet med andra länder där strippning lanserats – varit trög. Hittills har endast 6 miljoner kronor av lån 1041 strippats. Det klena intresset beror troligen på oro för bristande likviditet i de nyskapade instrumenten som inledningsvis riskerar att få begränsade volymer. Denna risk upplevs sannolikt som större i ett läge då statsskulden förväntas minska. Sedan 1998 erbjuder kontoret en s.k. non competitive-facilitet vid auktioner av obligationer. Faciliteten innebär att återförsäljarna baserat på tilldelningen i de fyra senaste auktionerna får begära ytterligare tilldelning på samma genomsnittspris som gällde vid auktionen. Syftet är att stimulera återförsäljarna att lägga aggressiva bud i auktionerna samt att göra det mer attraktivt att teckna återförsäljaravtal. Den mätbara kostnaden som faciliteten innebär för kontoret bör, utifrån ett teoretiskt synsätt, vägas mot en lägre kostnad i auktionerna. I princip erbjuds återförsäljarna en option att förvärva en viss volym obligationer, något som bör återspeglas i aggressivare bud auktionerna. Totalt 10 procent av den utbudna volymen vid respektive auktion omfattas av faciliteten. Under 1999 har faciliteten utnyttjats till knappt 50 procent för ordinarie auktioner. Non-comp erbjuds också vid bytesauktioner. Här har utnyttjandegraden under året varit något högre, knappt 70 procent. Återförsäljarnas beräknade intäkt, sedan faciliteten introducerades, kan uppskattas till ca 20 miljoner kronor inklusive bytesaffärer sedan introduktionen i slutet av 1998.

⁵ Samtliga volymer i detta stycke är exklusive non-comp försäljning

Statsskuldväxlar

Total utbjuden volym av statsskuldväxlar uppgick under 1999 till nominellt 351,5 miljarder kronor, av vilket 327,5 miljarder kronor emitterades. Genomsnittlig löptid för de emitterade statsskuldväxlarna var 0,6 år. Den 31 december 1999 uppgick den utestående stocken av statsskuldväxlar till 246,4 miljarder (likvidbelopp, exklusive repor)⁶, vilket är en ökning med 22,7 miljarder under året.

Figur 3.2 Utbudna auktionsvolymen av statsskuldväxlar



Varje stapel avser ett auktionstillfälle. Ovanför staplarna anges total utbjuden volym under året

I likhet med vad som gäller för nominella statsobligationer emitteras statsskuldväxlar via auktioner varannan vecka. Vid sidan av att styra löptidssammansättningen i den totala statsskulden, används statsskuldväxlar för att parera kortsiktiga fluktuationer i upplåningsbehovet. Detta innebär att emissionsvolymerna, liksom den utestående statsskuldväxelstockens storlek, uppvisar relativt stora variationer mellan olika månader. Figur 3.2 visar hur emissionerna har fördelats på olika löptider vid auktionerna under de senaste fyra åren.

Räntespridningen (skillnad mellan snittränta och högsta accepterad ränta) har haft en likartad utveckling som den för obligationer, dvs. första halvåret 1999 påminner om föregående års situation, medan andra halvåret uppvisar sämre emissionsförutsättningar (se tabell 3.2). Räntespridningen i det närmaste fördubblades jämfört med samma period föregående år, framförallt i auktioner av längre löptider. En anledning kan vara att investerare i större utsträckning valde att placera medel i det kortare segmentet av växelkurvan. Under senare delen av 1999 lades penningpolitiken om i en mer kontraktiv riktning, vilket medförde ökad osäkerhet kring förändringar i korträntorna. Räntepåslaget (skillnad mellan genomsnittränta och marknadsränta) har däremot mer än halverats vilket är positivt tecken. Teckningskvoten (anbudsvolym i förhållande till utbjuden volym) är relativt oförändrad.

⁶ Statsskuldväxlar inklusive placerande repa minskade skulden till 243,6 miljarder kronor.

Tabell 3.2 Medelvärde för räntespridning och räntepåslag i baspunkter samt teckningskvot för statsskuldväxlar 1995-1999 (standardavvikelser inom parentes)

	1995		1996		1997		1998		1999	
	95:1	95:2	96:1	96:2	97:1	97:2	98:1	98:2	99:1	99:2
Räntespridning ¹	0,96 (0,81)	0,96 (0,63)	0,98 (0,79)	0,78 (0,57)	0,88 (0,71)	0,76 (0,52)	0,66 (0,61)	0,71 (0,65)	0,76 (0,64)	1,30 (0,86)
Räntepåslag ²	0,74 (1,45)	0,67 (2,99)	0,40 (1,40)	0,76 (1,56)	1,23 (1,45)	1,37 (1,10)	1,23 (1,06)	1,06 (0,86)	0,52 (1,28)	0,35 (1,47)
Teckningskvot ³	3,39 (2,09)	2,97 (1,75)	3,61 (2,04)	2,95 (1,77)	2,60 (1,78)	1,85 (1,22)	2,70 (1,76)	2,32 (1,28)	2,36 (1,17)	2,29 (1,60)

¹ Skillnaden mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna.

² Skillnaden mellan genomsnittlig emissionsränta och marknadsräntan precis före emissionen. Då den exakta marknadsräntan inte alltid har funnits att tillgå har denna fått efterkonstrueras i vissa fall. Siffrorna bör därför tolkas med viss försiktighet.

³ Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.

3.2.5 Likviditetshantering

Riksgäldskontoret bedriver likviditetshantering i syfte att parera de dagliga fluktuationerna i statens betalningsflöden. Detta sker genom att under- och överskottslikviditet finansieras respektive placeras aktivt på den svenska penningmarknaden. Under de flesta dagarna 1999 (ca 80 procent) gav betalningarna upphov till underskott. Överskott inträffade endast under några enstaka dagar i mitten på varje månad. Under 1999 lånade kontoret i genomsnitt kortfristigt 16,2 miljarder kronor per dag. Av dessa finansierades 13,4 miljarder på depositmarknaden och 2,2 miljarder via repor. Den resterande delen finansierades genom emission av on tapväxlar samt genom deltagande i Riksbankens veckorepor.

Upplåningen på depositmarknaden sker i regel till en ränta som motsvarar Riksbankens reporänta. I jämförelse med upplåning på depositmarknaden kan kontoret erhålla en billigare finansiering genom att delta i repomarknaden. För att kontoret inte ska inta en alltför dominerande position på repomarknaden begränsar kontorets sitt deltagande i denna marknad.

Resultat och utvärdering

Under 1999 medförde repofinansieringen jämfört med motsvarande upplåning på depositmarknaden en besparing på 4,2 miljoner kronor. Under 1998 uppgick besparingen till ca 7 miljoner kronor, 1997 till 3,5 miljoner kronor och under budgetåret 1995/96, som omfattade 18 månader, till 10,5 miljoner kronor. Minskningen mellan budgetåren 1998 och 1999 beror främst på att den utrepade volymen minskade. Anledningen till detta är att kontoret valde att inte påverka marknadsvolymen genom repoprissättningen. Kontoret valde en prisnivå som generellt sett är dyrare än marknads repoprissättning. Färre bristsituationer i statspappersmarknaden kan även vara en orsak att volymen minskade.

Även när kontoret placerar överskottslikviditet används repotransaktioner och depositaffärer. Vid de tillfällen då kontoret hade stora placeringsbehov tillämpades till viss del även uppköp, främst av statsskuldväxlar som närmar sig förfallotidpunkten. Dagslåneplaceringar på depositmarknaden görs i regel på Riksbankens reporäntenivå. Uppköpen av statsskuldväxlar skedde i stort sett på samma nivå som Riksbankens reporänta. Därmed har ingen kostnadsbesparing eller merkostnad till följd av uppköpen uppstått.

On tap-växlar

Emissioner av statsskuldväxlar on tap introducerades i maj 1999 som ett komplement till de övriga instrumenten inom likviditetshanteringen. Statsskuldväxlarna emitteras på löptider upp till sex veckor och innebär att kontoret kan ta upp längre lån i stället för att rulla dagslån. Totalt emitterades 56 miljarder kronor on tap-växlar med en genomsnittlig löptid på strax över två veckor. Nivån till vilken dessa statsskuldväxlar emitterades ligger marginellt under Riksbankens reporänta.

3.2.6 Riktmärkesresultat för den nominella kronskulden

För budgetåret 1999 beslutade Riksgäldskontorets styrelse om ett nytt riktmärke för kronskulden. Detta riktmärke skiljer sig från föregående års på flera sätt. För det första är riktmärket konstruerat som ett transaktionsriktmärke. I korthet innebär detta att riktmärket är definierat som en serie transaktioner, vilket för större delen av skulden är liktydigt med emissioner. För det andra är riktmärket upplagt så att en viss genomsnittlig löptid i skulden, snarare än en viss duration, skall upprätthållas. För det tredje omfattar inte det nya riktmärket exakt samma skuldefinition som föregående års riktmärke; in- och utlåningen till statliga myndigheter har exkluderats. Precis som föregående år gäller riktmärket enbart den nominella skulden. Det nya riktmärket beslutades gälla fr.o.m. april 1999. Under årets första kvartal antogs skulden hela tiden ligga på riktmärket, dvs. resultatet för dessa månader är definitionsmässigt satt till noll.

För statsobligationer och statsskuldväxlar är det naturligt att definiera riktmärket i form av emissioner i befintliga och planerade lån. För de skuldbytesavtal mellan fast kronränta och rörlig valutaränta som kontoret utnyttjar för en del av valutaupplåningen bygger riktmärket på antagandet att den planerade volymen fördelas på ett visst sätt över året och görs i en viss kombination av 5-, 7- och 10-årsswappar. Riktmärket för hushållsskulden, slutligen, är uttryckt som månadsvisa förändringar i kapitalbelopp och löptid.

Resultatet för den nominella kronskulden beräknas som skillnaden mellan kostnaderna för den faktiska skulden och riktmärket. Kostnaderna mäts då som förändringar i marknadsvärde. Eftersom statsobligationer utgör den största enskilda delen av skulden och skulden även i övrigt till övervägande delen har en löptid längre än ett år, kommer en stor del av kostnaderna att vara orealiserade. Resultatet har dock inte delats upp i en realiserad och en orealiserad del.

Aktiviteter under året som lett till avvikelse mot riktmärket

Kontoret har under året inte emitterat exakt enligt det beslutade riktmärket, och har därmed per definition avvikit gentemot riktmärket. De annorlunda emissionerna har dock i princip uteslutande föranletts av förändrade lånebehov, marknadsvård, strävan att reducera refinansieringsrisker etc. Inte i något fall har ett aktivt beslut att emittera en annan obligation än den i riktmärket tagits utifrån en viss räntetro. Avvikelserna mellan de verkliga emissionerna och riktmärket har dock varit tämligen obetydliga och har inte lett till några större skillnader i vare sig löptid eller resultat mellan de båda portföljerna.

Skillnaden i löptid mellan riktmärket och utfallet beror istället till största delen på att kontoret under året avtalat större volymer i s.k. kron-/valutaswappar än vad som ingick i riktmärket. Kontoret erhåller fast ränta i swapparna, och eftersom den rörliga ränta kontoret betalar i kronswappen exakt motsvaras av den rörliga ränta som erhålls i basswappen⁷, påverkar swapparna den samlade kronskuldens duration på samma sätt som en köpt obligation. En större volym swappar innebär alltså att portföljens löptid blir kortare. De swappar som ingåtts under året har dessutom haft längre genomsnittlig löptid än vad som angavs i riktmärket, vilket ytterligare ökar avvikelsen mot riktmärket. Denna avvikelse mot riktmärket motiveras av den kostnadsbesparing som de längre swapparnas större differens mot statsräntor innebär.

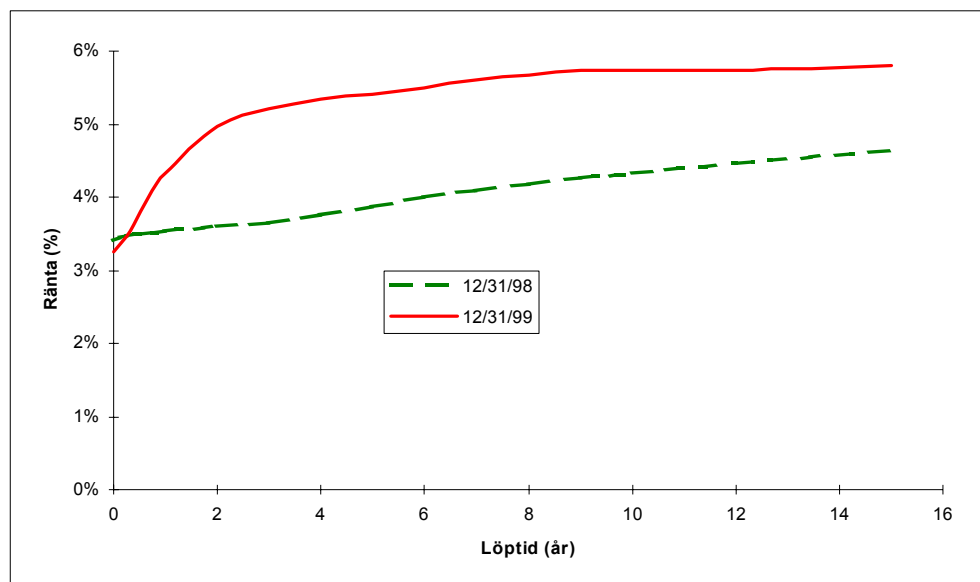
Ränte- och resultatutveckling

Ränteutvecklingen under året som helhet kännetecknades av två trender. För det första steg räntorna generellt under året för såväl statsobligationer som statsskuldväxlar. Sett från början av april, då riktmärket trädde i kraft, till slutet av december steg tioårsräntan med drygt 130 baspunkter till omkring 5,7 procent. Den andra trenden

⁷ I en basswap erhåller man rörlig ränta i en valuta och betalar rörlig ränta i en annan valuta. En kron-/valutaswap består av en vanlig ränteswap och en basswap.

var att den globala återhämtningen ledde till starkare förväntningar om snabbare och större korräntehöjningar. Grafiskt åskådliggörs denna senare trend genom att den s.k. avkastningskurvan blev avsevärt mycket brantare i det korta segmentet än i det längre. I figur 3.1, med avkastningskurvor för den svenska statspappersmarknaden i början och slutet av året framgår båda dessa trender.

Figur 3.3 Avkastningskurvor i början och slutet av 1999



Avkastningskurvorna har beräknats utifrån marknadsräntor på statsskuldväxlar och benchmarkobligationer i Riksgäldskontorets modell för beräkning av nollkupongkurvor.

Resultatet för kronskulden mäts, som nämnts ovan, som skillnaden mellan marknadsvärdebaserade kostnader i riktmärket respektive utfallet. Eftersom högre räntor ger lägre marknadsvärde, kommer kostnaden mätt på detta sätt att bli lägre då räntorna stiger. Marknadsvärdet i en portfölj med lång löptid kommer att minska mer än i en portfölj med kort löptid.⁸

Den genomgående något kortare löptiden i utfallet relativt riktmärket har tillsammans med den allmänna ränteuppgången lett till ett negativt resultat för den nominella kronskulden. Sett över hela året har kostnaderna för utfallet varit omkring 200 miljoner kronor högre än för riktmärket. Detta är visserligen ett stort belopp i absoluta tal, men i relation till de totala kostnaderna för skulden är det en mycket liten skillnad. I procentuella termer motsvarar beloppet omkring två baspunkter (hundredels procent). Det bör också betonas att modellen för resultatberäkning innehåller en del förenklingar, varför resultatet får anses ligga inom en rimlig felmarginal.

Resultatjämförelse för den senaste femårsperioden

I tabell 3.3 nedan, visas resultaten för den nominella kronskulden under de fem senaste åren. Beräkningen av kostnaderna för privatmarknadsskulden 1995-98 har justerats i enlighet med årets beräkningsprincip. Även med denna justering är det dock inte helt enkelt att jämföra årets resultat med tidigare års dels har riktmärkeskonstruktionen ändrats, dels ingick under tidigare år kostnaderna för in- och utlåning till statliga myndigheter i resultatet. Effekterna på det totala resultatet av in- och utlånings-verksamheten är emellertid inte i den storleksordningen att det förklarar den stora skillnaden mellan årets resultat och resultaten 1995-98.

⁸ Eftersom skillnaden i löptid mellan utfallet och riktmärket är relativt små, gäller detta samband inte alltid för kronskuldens resultat: Under vissa månader har kronskulden som helhet haft kortare löptid, men ändå kostat mindre då räntorna stigit. Förklaringen till detta ligger i hur ränterisken ligger fördelad längs avkastningskurvan i utfallet relativt riktmärket. Det faktum att löptid också är mycket mindre korrelerat med marknadsvärdet förändringar än exempelvis duration bidrar till att ytterligare minska möjligheten att analysera resultatet utifrån löptidsskillnader.

Tabell 3.3 Resultat för den nominella kronskulden relativt riktmärke 1995-99

	1994/95	1995/96 (18 mån)	1997	1998	1999	Summa
Resultat (miljoner kr)	-325	-16 250	661	1 178	-202	-14 938
Resultat (i % av skulden)	-0,04	-1,1	0,06	0,11	-0,02	-0,27

Av storleken på resultaten att döma har kontoret legat betydligt närmare riktmärket i år än tidigare år. Detta beror till stor del på skillnaden i hur de olika riktmärkena varit konstruerade. Under 1995-98 var riktmärket ett durationstal och riktmärkesportföljen innehöll exakt de emissioner som behövdes för att denna duration skulle uppnås. Riktmärkesportföljens transaktioner blev ofta sådana att de inte kunde replikeras i den verkliga portföljen. Därmed kunde den verkliga portföljens transaktioner hamna långt ifrån riktmärket, med effekter på resultat som följd.

Av de fem åren är det framförallt 1995/96 som uppvisar ett betydande resultat. Detta förklaras av att kontoret under den tiden, till följd av den stora skuldökning som skett i början 1990-talet, valde att öka skuldens genomsnittliga löptid i syfte att minska refinansieringsrisken. Emellertid kom riktmärket för kronskulden att ändras först *efter* det att den verkliga skuldens genomsnittliga löptid förlängts. Därmed uppstod en avvikelse mot det ursprungliga riktmärkets mittpunkt vilket kom att ge en relativt stor resultateffekt. Sett i efterhand hade det varit lämpligare att ändra riktmärket i linje med den verkliga skuldens genomsnittliga löptid. Då hade ingen avvikelse uppstått och därmed ej heller någon resultateffekt; den verkliga kostnaden för skulden hade dock varit densamma i vilket fall.

Årets riktmärke är konstruerat så att det i mycket hög grad skall vara möjligt att replikera. Riksgäldskontoret har i allt väsentligt också gjort det, vilket i stort sett gett ett nollresultat.

3.2.7 Upplåning i realobligationer

Kontoret har emitterat realobligationer sedan i april 1994. Huvudsyftet är att diversifiera statsskuldens sammansättning ytterligare samt tillhandahålla investerare diversifieringsmöjligheter via en ny tillgångsklass. Det långsiktiga krav som ställs på upplåning via realobligationer är att låneformen inte ska vara dyrare än nominell upplåning. Regeringen angav i riktlinjerna för 1999 att kontoret ska sträva efter att inte minska den utestående stocken. För att uppnå det långsiktiga kravet krävs olika typer av marknadsvårdande åtgärder, vilka på kort sikt kan leda till något högre kostnader eller att stocken minskar.

Kontorets åtgärder under 1999

I april återgick kontoret till auktioner samt införde två nya lån - varav en 30-åring - med deflationsgaranti, allt enligt internationell förebild. Samtidigt infördes möjligheten för kontorets återförsäljare att gentemot kontoret genomföra löpande byten mellan olika realobligationer, i syfte att underlätta deras roll som marknadsgaranter och därmed bidra till marknadens funktionssätt. Återgången till auktioner var, vid sidan av en internationell anpassning, ett sätt att överlåta prissättningen av lånen till marknadsplatsen samt öka tydligheten avseende utbudet under året. För 1999 aviserades emissionsvolymerna upp till 5 miljarder kronor beroende på efterfrågan.

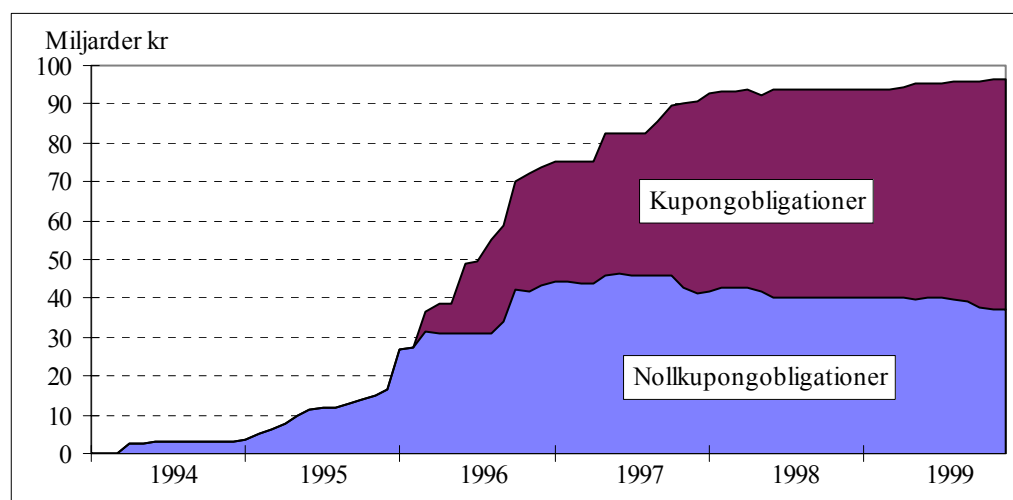
I december presenterade kontoret ytterligare förändringar som ska genomföras under 2000. För att aktivt bidra till en breddad investerarbas – vilket är nyckeln till en större och bättre fungerande marknad för realobligationer – kommer kontoret att genomföra satsningar på att öka kunskapen och kännedomen om realobligationer som ett attraktivt komplement i en väldiversifierad tillgångsportfölj. Aktiviteterna kommer att genomföras i samarbete med återförsäljare och ta sikte på i första hand mindre institutionella investerare, men på sikt också hushåll. För att öka incitamenten för återförsäljarna att ytterligare bearbeta potentiella kunder, sades återförsäljaravtalen upp vid årsskiftet och ska ersättas med ettåriga avtal med aktiva och engagerade aktörer som ser realobligationer som en intressant produkt att erbjuda sina kunder.

Marknadsutveckling

Auktionsverksamheten inleddes under april med tre auktioner, i vilka stort sett hela den utbudna volymen om 2 500 miljoner kronor placerades på marknaden. Under augusti planerades ytterligare tre auktioner, vilka dock ställdes in. Auktionsverksamhet avslutades med tre auktioner under oktober, vilka hade samma utformning som de som ställdes in i augusti. Denna gång placerades drygt 70 procent av den totala erbjudna volymen 3 000 miljoner kronor.

Sammantaget ökade den utestående stocken (mätt i ackumulerat diskonterat belopp, vilket är hur realobligationer mäts i statskultsredovisning) under 1999 från 93,7 till 96,5 miljarder kronor⁹, motsvarande en ökning från 6,5 till 7,0 procent av den totala statskulden.

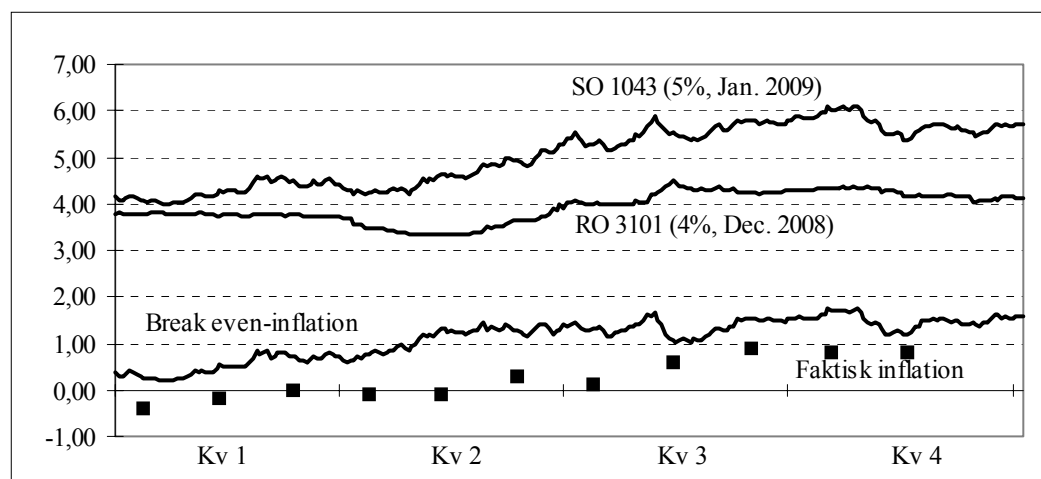
Figur 3.4 Utestående stock realobligationer 1994-1999 (miljarder kronor)



Som framgår av figur 3.4 fortsätter inriktningen mot kupongobligationer på bekostnad av nollkupongobligationer. Skälen är dels att minska den refinansieringsrisk som uppstår när stora nollkupongobligationer förfaller, dels att investerare alltmer kommit att föredra kupongobligationer.

Den tioåriga realräntan inledde och avslutade året runt 4 procent, men var som lägst nere i 3,3 procent (under maj) och som högst uppe i 4,5 procent (under augusti), se figur 3.5. Sett över året steg den tioåriga nominella räntan från 4,1 procent till som högst 6,1 procent (under oktober), för att avsluta året runt 5,7 procent. Sammantaget betyder det att break even-inflationen, skillnaden mellan nominell och real ränta, för denna löptid steg från 0,3 procent till ca 1,6 procent. Samtidigt har den faktiska inflationen under 1999 stigit från -0,4 procent i januari till 1,2 procent i november.

⁹ Inklusiva repor är skuldbeloppen 93,8 respektive 96,7 miljarder kronor.

Figur 3.5 Tioårig nominell och real ränta, break even-inflation och faktisk inflation under 1999

Break even- inflationen är den nivå som en genomsnittlig framtida inflation maximalt kan uppgå till, för att upplåning via realobligationer ska vara kostnadsneutral, jämfört med upplåning via nominella obligationer.¹⁰

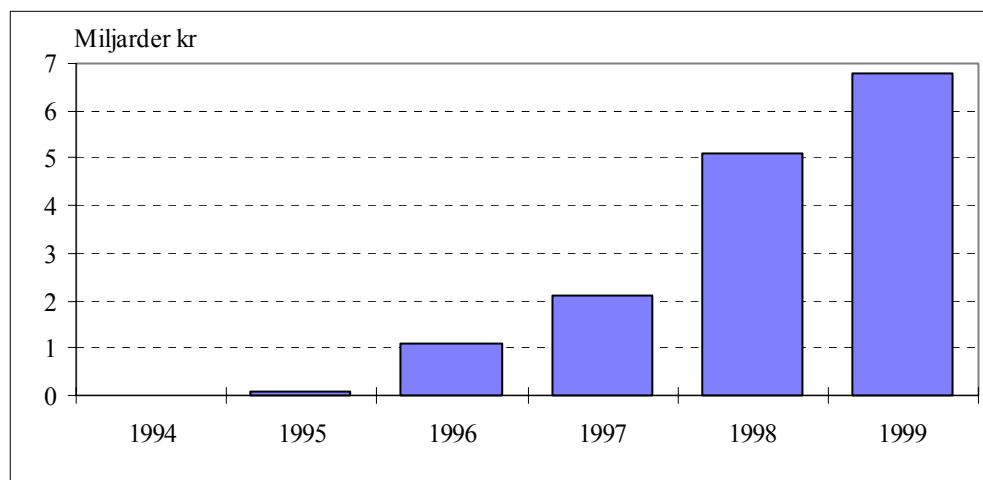
Break even-inflationen vid de tre auktionsperioderna i april, augusti och oktober uppgick till 0,9 procent, 1,1 procent respektive 1,6 procent. Det betyder att emissionsförhållandena för realobligationer blev allt bättre under det gångna året, vid jämförelse med den faktiska inflationen vid dessa tillfällen. Att kontoret trots detta valde att ställa in auktionerna i augusti berodde på att prisbildningen i andrahandsmarknaden uppvisade tecken på att i alltför stor utsträckning påverkas av kontorets auktion. Realräntorna steg märkbart inför auktionen, samtidigt som nominella räntor tvärtom sjönk, med följderna att break even-inflationen sjönk med ca 0,6 procent. Kontoret fann anledning att genomföra ett antal investerarräffar där bakgrunden till de inställda auktionerna och kontorets syn på realmarknaden redovisades. Efter den inställda auktionen har prisbilden normaliserats.

Resultat

Det kalkylmässigt beräknade resultatet för den samlade upplåningen i realobligationer sedan starten 1994 steg från ca 5,1 miljarder kronor till ca 6,8 miljarder kronor under året, se figur 3.6. Resultatförbättringen under 1999 beror på låga inflationstal som kännetecknat perioden. Det kalkylmässiga resultatet beräknas som den hittillsvarande kostnadsskillnaden mellan upplåning i nominella och reala obligationer, vilket utgörs av skillnaden mellan förväntad inflation vid upplåningstillfället och realiserad inflation fram till utvärderingstillfället. En stigande inflation kan försämra det faktiska resultatet när obligationerna löses in.

¹⁰Strikt talat är det förhållandet mellan break even-inflation och framtida *förväntad* inflation som avgör huruvida upplåning via realobligationer är att föredra framför nominell upplåning.

Figur 3.6 Kalkylmässigt beräknat resultat för upplåningen i realobligationer ackumulerat för perioden 1994-1999 (miljarder kronor)



Provisioner

Kontorets återförsäljare erhåller provisioner för sina aktiviteter på såväl primär- som sekundärmarknaderna. Under 1999 uppgick dessa provisioner till sammanlagt 2,8 miljarder kronor.

3.2.8 Upplåning i utländsk valuta

Under 1999 fortsatte den under 1998 inledda amorteringen av valutaskulden. Storleken på den av regeringen för 1999 beslutade amorteringen uppgick till 25 miljarder kronor. Amorteringen i kombination med lägre volymer förfallande lån och uppköp av utestående lån medförde att bruttoupplåningen i utländsk valuta minskade jämfört med tidigare år.

Upplåningen i utländsk valuta inriktades, i likhet med föregående år, på långfristig upplåning i euro samt swappar mellan kronor och utländsk valuta, s.k. kron/valutaswappar. Den utestående stocken av commercial paper fortsatte att amorteras ned. Fördelningen mellan de olika upplåningsslagen baseras på en avvägning mellan att uppnå låga lånekostnader på kort och lång sikt. Kron/valutaswappar ger den lägsta mätbara lånekostnaden, men ger inte i samma utsträckning de positiva effekter i form av breddad internationell investeringsarbete som nås genom långfristig upplåning i euro. Långfristig valutaupplåning i euro bidrar vidare till att öka intresset för svenska statspapper i kronor, vilket bör leda till lägre lånekostnad på den inhemska marknaden.

Upplåning i utländsk valuta via swapmarknaden

Upplåning via swappar mellan kronor och utländsk valuta, sk kron/valutaswappar, utgör ett kostnadseffektivt substitut för traditionell upplåning direkt i utländsk valuta. Denna form av valutaupplåning kan sägas bestå av två delar. Den ena delen innebär att kontoret genomför upplåning i kronor genom ordinarie obligationsemissioner, dvs. kontoret får en skuld i kronor. Den andra delen innebär att kontoret genomför kron/valutaswappen, vilket görs med banker som motpart. 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. Kostnadsbesparingen uppstår genom att kontoret i swappen erhåller en högre ränta av banken än den ränta kontoret betalar i obligationen. Denna skillnad benämns swappspread.

Genom att swaptransaktionerna genomförs med banker uppstår en kreditrisk. För att hantera denna risk har kontoret under året fortsatt att ingå sk CSA-avtal. Avtalen innebär att kontorets riskexponeringen mot en motpart i stort sett helt reduceras (se vidare avsnitt 7.4 Kreditrisk i derivat- och placerings-verksamheten). CSA-avtalen har varit, och är, därför en förutsättning för att kontoret skall kunna genomföra och öka omfattningen av kron/valutaswappar utan att kreditrisken samtidigt ökar.

Marknadsutveckling under 1999

Under årets början sjönk swappspreaden, dvs. skillnaden mellan statspappersräntor och motsvarande swapräntor, i svenska kronor från ca 60 baspunkter, till omkring 40 baspunkter. Kombinationen av positiva signaler vad gäller EMU-inträde från Sverige och England och en global sänkning av swappspreaderna bidrog till utvecklingen i Sverige. Under sommaren vidgades swappspreaden för att under perioden juli - september nå nivåer över 80 baspunkter. Som mest uppnåddes ca 110 baspunkter. Många faktorer bidrog till utvecklingen. Ett ökat fokus på eventuella dataproblem i samband med årsskiftet bidrog till minskad benägenhet till kreditexponering, vilket tenderade att vidga swappspreaden.

Figur 3.7 Skillnaden mellan svensk 10-årig swapränta och 10-årig statsobligationsränta

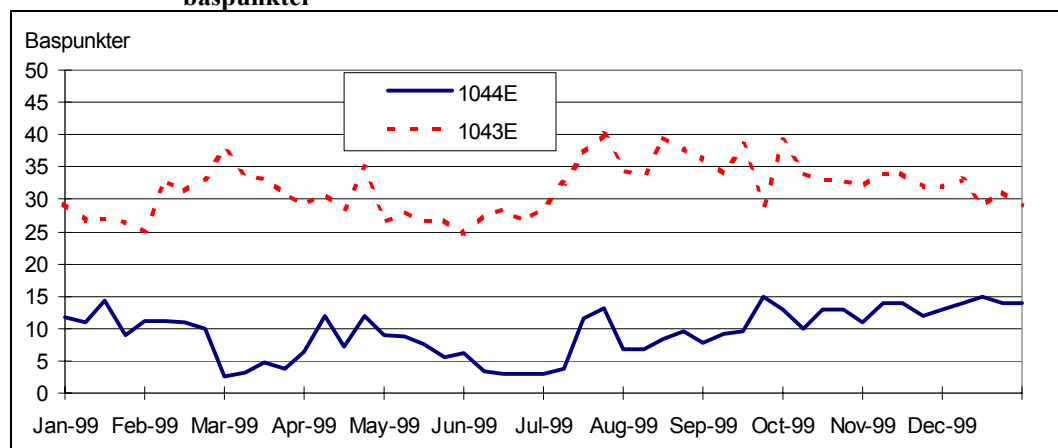


Under 1999 genomförde kontoret kron/valutaswappar för ca 40 miljarder kronor, en ökning med 9 miljarder kronor jämfört med 1998. Kron/valutaswapparna svarade under 1999 för ca 65 procent av Riksgäldskontorets upplåning i utländsk valuta. Vid utgången av året var den utestående swappvolym omkring 112 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 26 procent av skulden i utländsk valuta (inklusive swapptransaktionerna). Under andra kvartalet valde Riksgäldskontoret att utöka upplåningen via swapmarknaden på bekostnad av andra upplåningsalternativ eftersom swappspreaden uppvisade fortsatt höga nivåer.

Långfristig valutaupplåning (kapitalmarknadsupplåning)

Riksgäldskontoret har under året fortsatt den under 1998 inledda strategin att emittera lån i euro och kronor enligt parallellkonceptet. Parallellkonceptet innebär att identiska lån emitteras i euro och kronor. Vid ett eventuellt svenskt medlemskap i valutaunionen smälter lånen samman till ett lån denominerat i euro. Bakgrunden till denna strategi är att RGK på grund av den ökade konkurrensen mellan statliga låntagare behöver bredda investerarbasen för svenska statsobligationer och främja en internationalisering av den svenska marknaden.

I början av året introducerades ett sjuårigt lån i euro (1044E), vilket senare utökades till en total utestående volym på 2,5 miljarder euro. Detta lån kompletterar det sedan tidigare utestående lånet i tioårssegmentet (1043E). Syftet med det sjuåriga lånet var att ytterligare bredda investerarbasen för svenska statsobligationer samt etablera en ny referenspunkt i euromarknaden med koppling till den svenska marknaden. Lånet placerades framförallt i Europa med inriktning på tyska investerare. Riksgäldskontoret önskade nå ut till investerare som inte i någon större utsträckning köpt kontorets tidigare eurolån.

Figur 3.8 Räntespread för statens eurolån mot underliggande tysk statsobligationsränta 1999 i baspunkter*Utvärdering*

Det sjuåriga lånet emitterades på 12 baspunkter över tyska statsobligationer med motsvarande löptid. Vid samma tidpunkt handlades det tioåriga lånet i sekundärmarknaden till en räntespread på ca 30 baspunkter över tyska statsobligationer. Den relativt stora skillnaden mellan de båda lånen förklaras dels av det begränsade utbudet i sjuårssegmentet, dels att tyska statsobligationer har en särställning i tioårssegmentet, vilket resulterar i allmänt större ränteskillnader jämfört med andra låntagare i denna löptid. Samma resultat, dvs. att det sjuåriga lånet handlas till en mer konkurrenskraftig räntespread än det tioåriga lånet, framkommer också vid en jämförelse med andra statliga låntagare. Det sjuåriga lånet handlas generellt till en lägre ränta än lån emitterade av andra likvärdiga europeiska stater medan det omvända gäller för det tioåriga lånet. Exempelvis har det sjuåriga lånet under året handlats till en räntenivå på ca 0-5 baspunkter lägre än motsvarande lån för Finland, samtidigt som samma jämförelse för det tioåriga lånet visar att det handlats 5-10 baspunkter högre.

Tabell 3.4 Räntespread mot tyska statsobligationer för ett antal europeiska stater i löptid 7 år resp. 10 år, baspunkter december 1999

	7 år	10 år
Sverige	13	29
Frankrike	-19	9
Italien	29	25
Belgien	17	24
Finland	15	24
Portugal	5	32

Källa: Reuters

Analysen kan kompletteras med den verkliga upplåningskostnaden som också påverkas av nivån för swapräntor på respektive löptid. En jämförelse av de verkliga upplåningskostnaderna för Riksgäldskontorets båda eurolånen vid respektive upplåningstillfälle visar att kostnaden för det sjuåriga lånet var ca 5 baspunkter lägre än det tioåriga lånet. Sammanfattningsvis kan den mer gynnsamma utvecklingen för det sjuåriga lånet, både jämfört med andra låntagare och i termer av verklig upplåningskostnad, till största delen förklaras av beslutet att emittera på en löptid där konkurrensen från andra låntagare var relativt begränsad samtidigt som efterfrågan var stor.

Kortfristig valutaupplåning (commercial paper)

Beslutet att amortera 25 miljarder kronor på valutaskulden och en koncentration av upplåningen på de andra delmarknaderna medförde en kraftig neddragning av den kortfristiga upplåningen. Neddragningen uppgick vid årsskiftet till 26 miljarder kronor, vilket i stort sett eliminerade den utestående stocken. Den begränsade bruttoupplåning på 10 miljarder kronor år 1999 avsåg till största del marginalbetalningar av säkerhet för de CSA-avtal kontoret har med motparter. Under 1998 emitterades 51 miljarder kronor.

Likviditetshantering i utländsk valuta

Sedan projektarbetet att inleda likviditetsförvaltning i utländska valuta inleddes våren 1999 har förutsättningarna förändrats. Valutaupplåningen minskade och dessutom skedde en omfördelning mot kron/valutaswappar istället för traditionell valutaupplåning. Kontoret bedömde bruttoupplåningsbehovet i valuta som begränsat även kommande år varför inga särskilda resurser satsades på likviditetshantering. För att vid behov snabbt omhänderta valutalikviditet utan några särskilda insatser, planeras kontorets användning av valutakonton hos Riksbanken i euro och amerikanska dollar att utökas till att omfatta all upplåning och återbetalning av valutalån, upptagande och återbetalning av kronvalutaswappar samt större räntebetalningar. Högsta tillåtna behållning på valutakontona fastställdes till motsvarande 20 miljarder kronor på EUR-kontot och 14 miljarder kronor på USD-kontot, dock högst 20 miljarder kronor totalt.

Resultat

Den genomsnittliga upplåningskostnaden minskade under 1999. Detta förklaras framförallt av lägre upplåningskostnader och större volymer kron/valutaswappar. Upplåningens fördelning på olika upplåningstyper samt respektive kostnad sammanfattas i nedanstående tabeller.

Tabell 3.5 Volymer för olika upplåningstyper 1995-1999 i miljarder kronor

	1995	1996	1997	1998	1999
Kron/valutaswappar	-	20,8	20,6	30,7	40,0
Publika lån	98,4	57,0	34,1	34,2	22,3
Private placements	20,1	15,0	15,8	1,9	-
Commercial paper ¹	0,8	-3,5	-37,0	-44,0	-25,7

¹Upplåningen via commercial paper avser nettoupplåning medan övriga poster avser bruttoupplåning.

Tabell 3.6 Upplåningskostnader för olika upplåningstyper 1995-1999 i baspunkter under USD Libor

	1995	1996	1997	1998	1999
Kron/valutaswappar	-	-30,8	-31,8	-52,3	-60,0
Publika lån	-7,8	-14,7	-21,3	-6,7	-3,0
Private placements	-6,0	-23,2	-23,5	-24,8	-
Commercial paper	-12,5	-12,5	-19,0	-17,5	-18,8
Genomsnittlig kostnad ¹	-7,5	-19,6	-24,7	-27,9	-39,6

¹Genomsnittlig kostnad exklusive commercial paper.

Den genomsnittliga upplåningskostnad för upplåningen via kron/valutaswappar var under 1999 USD-Libor minus 60 baspunkter. Detta är den lägsta nivån sedan denna verksamhet inleddes 1996. Kostnaden för upplåning via swapmarknaden är således ca 55 baspunkter lägre än kostnaden för upplåning via kapitalmarknaden. Nuvärdesberäknat innebär detta en kostnadsbesparing om ca 1 200 miljoner kronor jämfört med motsvarande kapitalmarknadsupplåning.

Sett över den senaste femårsperioden har den genomsnittliga lånekostnaden för utlandsupplåningen förbättrats från USD-Libor minus 7,5 baspunkter 1995 till minus 39,6 under 1999. Förbättringen förklaras framförallt av den ökade användningen av kron/valutaswappar. Under det senaste året har den genomsnittliga lånekostnaden minskat med ca 12 baspunkter, vilket nuvärdesberäknat motsvarar en förbättringen på ca 400 miljoner kronor jämfört med om lånekostnaden hade varit densamma 1999 och 1998.

3.2.9 Förvaltning av skulden i utländsk valuta*Resultat för budgetåren 1994/95 -1999*

Valutafördelningen och nivån på ränterisken i skulden i utländsk valuta fastställs av Riksgäldskontorets styrelse och avspeglas i riktmärket. Genom att styrelsen även inom väl definierade gränser har gett utrymme för avvikelser från riktmärket kan en aktiv förvaltning av skulden bedrivas. Under de senaste fem budgetåren har den aktiva förvaltningen

av skulden i utländsk valuta medfört ett positivt resultat på 3,6 miljarder kronor, dvs. statens räntekostnader har minskat med motsvarande belopp. Positioner baserad på den förväntade ränteutvecklingen har under perioden 1994/95 - 1999 bidragit med ett positivt resultat på 3,7 miljarder kronor. Något förenklat kan en genomgående strategi under perioden 1994/95 - 1998, förklara en stor del av det positiva resultatet.

Planerna på införandet av en gemensamma europeiska valuta (euro) vid årsskiftet 1998/99 medförde att räntorna under perioden förväntades konvergera mot den låga tyska räntan. Kontorets strategi baserades därför på en räntenedgång i de s.k. högränteländerna Italien, Spanien och även Storbritannien. Räntenedgången blev kraftig i dessa länder vilket medförde ett positivt resultat.

Positioner baserade på förväntan om valutakursutvecklingen har under perioden 1994/95 - 1999 sammantaget endast gett upphov till en mindre resultateffekt.

Riksgäldskontoret har sedan budgetåret 1992/93 anlitat externa förvaltare. Dessa förvaltar en mindre del – under 2000 12 miljarder kronor – av skulden i utländsk valuta under samma villkor som kontoret. Kontorets resultat kan därmed jämföras med förvaltarnas. Sett över de fem senaste budgetåren har Riksgäldskontoret presterat ett bättre resultat än genomsnittet av förvaltarnas resultat.

Resultatet relativt risktagandet kan analyseras genom att jämföra informationskvoten. En hög informationskvot indikerar ett bra resultat i relation till risktagandet, dvs. ju högre värde desto bättre. Kontoret har under 5-årsperioden 1994/95 - 1999 uppnått en högre informationskvot än genomsnittet för de externa förvaltarna. Det innebär att kontorets resultat inte uppstått till följd av ett högre risktagande än hos de externa förvaltarna.

Tabell 3.7 Resultat av förvaltning av skulden i utländsk valuta i förhållande till riktmärket samt externa förvaltares resultat

		1994/95	1995/96 ¹⁾	1997	1998	1999	Hela perioden
Resultat i miljoner kr, Riksgäldskontoret	räntepositioner	849	2 352	-97	611	65	3 780
	valutapositioner	-1 894	2 316	13	-41	-571	-177
	Totalt resultat	-1 045	4 668	-84	570	-506	3 603
Resultat i procent av förvaltad belopp	Riksgäldskontoret	-0,26%	0,72%	-0,02%	0,12%	-0,12%	0,80%
	Externa förvaltare ²⁾	-0,58%	0,55%	0,09%	-0,16%	-0,33%	-0,16%
Genomsnittligt årsresultat	Riksgäldskontoret						0,15%
	Externa förvaltare ²⁾						-0,03%
Risk ³⁾	Riksgäldskontoret	0,42%	0,29%	0,17%	0,28%	0,10%	0,29%
	Externa förvaltare ²⁾	0,28%	0,32%	0,17%	0,29%	0,17%	0,28%
Informationskvot ⁴⁾	Riksgäldskontoret	Negativ	2,5	Negativ	0,4	Negativ	0,5
	Externa förvaltare ²⁾	Negativ	1,7	0,5	Negativ	Negativ	Negativ

1) Budgetåret 1995/96 omfattade 18 månader. Det procentuella resultatet är omräknat till 12 månaders tal.

2) Avser genomsnittet av samtliga förvaltare.

3) Anger hur mycket kostnaden varierat. Beräknat som årlig standardavvikelse skattad med månadsdata.

4) Anger resultatet i relation till risken. Beräknas som $(12 \times \text{genomsnittligt månadsresultat}) / (\sqrt{12} \times \text{standardavvikelsen för månadsdata})$.

Resultat under 1999

I likhet med merparten av förvaltare av globala obligationsportföljer kom såväl kontoret som kontorets båda externa förvaltare att uppvisa ett negativt resultat under 1999. Kontorets resultat blev ett underskott på ca 506 ¹¹ miljoner kronor, motsvarande 0,12 procent av valutaskulden genomsnittliga värde under 1999. Kontorets resultat var dock bättre än de båda externa förvaltarnas. Förvaltarnas resultat blev minus 0,18 procent respektive minus 0,47 procent av de förvaltade beloppen. Kontorets negativa resultat förklaras av valutapositioner. Resultatet för den förvaltare som uppvisade det sämsta resultatet härstammade såväl från valuta- som räntesidan. Det negativa resultatet för den andra förvaltaren uppkom huvudsakligen genom räntepositioner.

Kontorets och de externa förvaltarnas räntepositioner under 1999

Under början av 1999 räknade kontoret med att den dittillsvarande – och ännu under inledningen av 1999 – mycket svaga ekonomiska utvecklingen i EMU-länderna skulle brytas och följas av en måttlig konjunkturuppgång och stigande räntor. I Storbritannien bedömdes utvecklingen bli mer dämpad än i EMU-länderna. Vidare antog kontoret att den långvariga och kraftiga konjunkturuppgången i USA skulle mattas av med fallande räntor som följd. Utvecklingen i Japan antogs bli fortsatt mycket svag. Baserad på dessa bedömningar höll kontoret ränterisken i EUR lägre än riktmärket i början av 1999 för att under våren och försommaren dra upp ränterisken till en nivå klart högre än riktmärket. Samtidigt hölls ränterisken i USA och Storbritannien lägre än riktmärket under större delen av året.

Bedömningen av utvecklingen inom EMU-länderna visade sig vara riktig. Däremot underskattade kontoret den mycket starka utvecklingen i USA och den förhållandevis kraftiga uppgången i Storbritannien. Förlusterna som

¹¹ Kontoret resultat har korrigerats för det förhållandet att kontoret under 1999 tagit upp lån till en lägre kostnad än Libor-räntan samtidigt som de fiktiva lånen i riktmärkesportföljen löpt till Libor-räntan. Riktmärkesportföljen har vidare påförts de schablonmässigt uppskattade transaktionskostnader som uppstått då inflöden till eller utflöden från den faktiska skuldportföljen behövt pareras för att bibehålla den önskade exponeringen mot riktmärkesportföljen. Det redovisade, korrigerade resultatet är drygt 150 miljoner kronor bättre än före korrigeringen.

uppstod i USD och GBP var dock till en del en konsekvens av kontorets strävan att minska motpartsriskerna. Kontoret har i detta syfte sedan lång tid upprätthållit valutaskuldens räntebindningstid genom futureskontrakt i stället för med ränteswappar. Under året steg de långa swapräntorna i USA och Storbritannien mer än statsobligationsräntorna. Detta medförde förluster i USD och GBP på grund av att riktmarkesportföljen värderas till swapräntor. Riktmarkesportföljen tillgodogjordes därför större kursvinster än kontoret till följd av ränteuppgången. Trots att räntepositioner i USD och GBP var förhållandevis små medförde de en förlust av samma storleksordning som vinsten från den relativt sett större räntepositionen i EUR. Förlusten i Storbritannien förklaras dessutom av att räntepositionen i denna marknad låg på den del av avkastningskurvan där ränteuppgången blev som störst.

Positionerna i EMU-länderna medförde en vinst på ca 600 miljoner kronor medan positionerna i USD och GBP gav upphov till förluster. Inklusivt ett antal mindre räntepositioner uppnåddes ett svagt positivt resultat på drygt 65 miljoner kronor på räntesidan.

Även de externa förvaltarna uppvisade under 1999 ett negativt resultat från sina räntepositioner. Förvaltarnas ränteresultat förklaras främst av positioner i JPY. Under större delen av året höll förvaltarna ränterisken i JPY så högt som riskmandatet medgav, dvs. antog att räntorna skulle stiga, samtidigt som räntan i Japan sjönk. Förlusterna förklaras vidare av att en av förvaltarna under februari och början av mars hade positioner som baserades på bedömning om fallande amerikanska räntor samtidigt som dessa räntor steg kraftigt. Den andra förvaltaren gjorde förluster genom positioner baserade på antagande om lägre euroräntor. Euroräntorna steg emellertid kraftigt under andra halvåret.

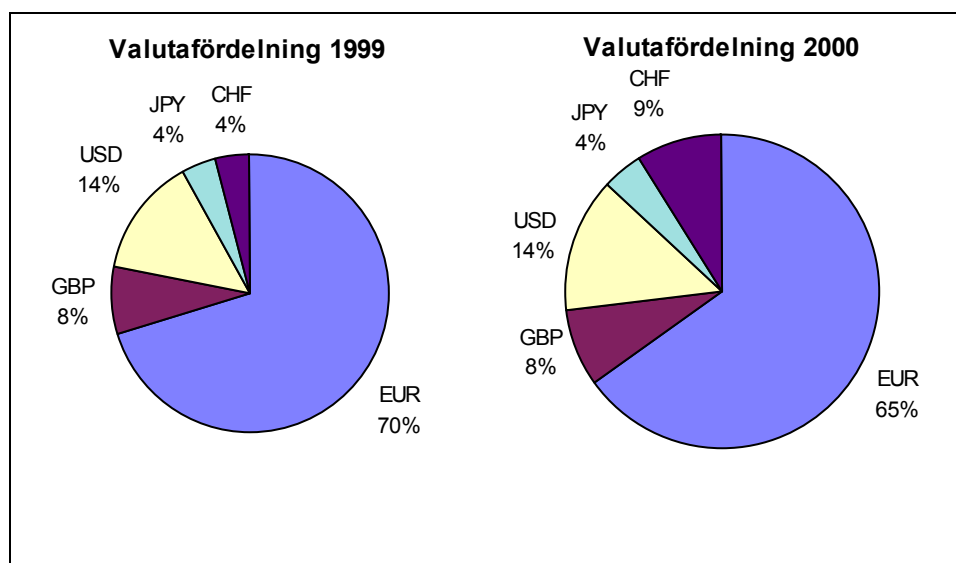
Kontorets och de externa förvaltarnas valutapositioner under 1999

Kontorets enda större valutaposition under perioden januari t.o.m. augusti byggde på förväntan om en försvagning av GBP gentemot EUR. GBP apprecierades dock gentemot EUR, vilket medförde att positionen gav upphov till en förlust på ca 200 miljoner kronor. Efter att EUR nått en bottenivå i juli och en mindre korrigering uppåt därefter skett ingick kontoret positioner baserade på förväntan om en förstärkning av EUR. Terminköpen av EUR gjordes nu mot USD och – i mindre utsträckning – JPY. Under november och början på december deprecierades emellertid EUR återigen. Positionen resulterade därför i en förlust på drygt 300 miljoner kronor. Inklusivt resultatet av alla övriga, mindre valutapositioner som kontoret tog under 1999, blev det totala resultatet av valutapositionerna ett underskott om drygt 570 miljoner kronor motsvarande 0,13 procent av valutaskuldens genomsnittliga värde under 1999.

De externa förvaltarna kom att göra förluster på positioner baserade på förväntan om starkare EUR gentemot JPY. En av förvaltarna lyckades emellertid i viss mån kompensera förlusten genom att under februari köpa USD mot JPY då USD apprecierades kraftigt mot JPY.

3.2.10 Nytt riktärke för skulden i utländsk valuta

I december 1999 fastställde kontorets styrelse ett nytt riktärke för skulden i utländsk valuta. Andelen CHF ökades på bekostnad av andelen EUR. Styrelsen beslutade även att ersätta det gällande måttet för skuldens ränterisk – genomsnittliga räntebindningstid – med måttet duration. Durationen fastställdes till 2,0 år, vilket innebär en neddragning av valutaskuldens ränterisk. Anpassning till det nya riktmärket sker från årsskiftet till mitten av februari 2000. Det nya riktmärket gäller fr.o.m. 2000-02-15.

Figur 3.9 Riktmärke för valutaskuldens valutfördelning före och efter årsskiftet 1999/2000.

3.3 UPPLÅNING FRÅN HUSHÅLLEN

3.3.1 Mål och strategier

Upplåningen på hushållsmarknaden i svenska kronor skall under en femårsperiod uppnå största möjliga kostnadsbesparing i förhållande till kontorets alternativa upplåningsformer på penning- och obligationsmarknaden. Målet avser såväl hushållsupplåningen totalt sett som varje enskilt låneinstrument.

3.3.2 Verksamheten under 1999

Satsningen på att öka volymerna inom Riksgäldsspar har fortsatt under året. Under våren lanserades en möjlighet att placera till fast ränta med en löptid på ett år. Under november kompletterades alternativen med en sexmånadersplacering till fast eller rörlig ränta. Båda dessa alternativ har attraherat en rad nya kunder men fortfarande är det mest efterfrågade alternativet att placera i två år till fast ränta. Sammanlagt finns det nu elva placeringsalternativ inom Årsspar. MånadsSpar har hittills inte uppnått ett sådant inflöde som eftersträvats. En viss liten ökning kan urskiljas men fortfarande är nivån låg. Det positiva med MånadsSpar är dock att många kunder väljer att omplacera till Årsspar när de uppnått miniminivån för placeringar inom Årsspar.

Intresset för premieobligationer har fortsatt att öka under året. Antalet kunder ökar och nya kundkategorier har tillkommit. Ett skäl till det ökande intresset kan vara att premieobligationerna varit föremål för produktutveckling vilket resulterat i att de olika emissionerna sett helt olika ut och innehållit för kunderna attraktiva nyheter i tiden. Intresset från återförsäljarna har också ökat och flera nya har tillkommit. Riksgäldskontorets egen försäljning ligger kvar på en nivå runt 30 procent av försäljningen, en utveckling som bidrar till att minska kontorets kostnader. En stor del av arbetet med den egna försäljningen sker med hjälp av externa leverantörer vilket är en förutsättning för en kostnadseffektiv hantering.

Riksgäldskontorets egen försäljning av de reala statsobligationerna är blygsam, men viss efterfrågan finns varför verksamheten fortgår då kostnaderna i samband med försäljningen är låga.

Under året har mycket arbete lagts ned på att öka kundvärden. Rutiner har tagits fram för hur ärenden skall prioriteras och hanteras på ett optimalt sätt för att uppnå så hög kundnytta som möjligt. Dessutom har ett marknadsdatabassystem upphandlats vilket medger en aktiv satsning på CRM, Customer Relation Management. Visst arbete återstår innan systemet i sin helhet är i drift, men när så sker kommer många möjligheter att öppna sig, vilket kan leda till både nöjdare kunder och ökade volymer.

Av tekniska skäl behövde ett nytt prenumerationsregister upphandlas under året. En viss besparing uppnåddes då det visade sig att marknadsdatabassystemet kunde hantera även prenumerationer efter viss anpassning. Det innebar att tidigare utlagda uppgifter togs tillbaka från den tidigare leverantören.

I och med att placerare inom Riksgäldspar får individuella förfallodagar, beroende på den dag de placerar och vilken löptid de valt, sker konverteringar dagligen.

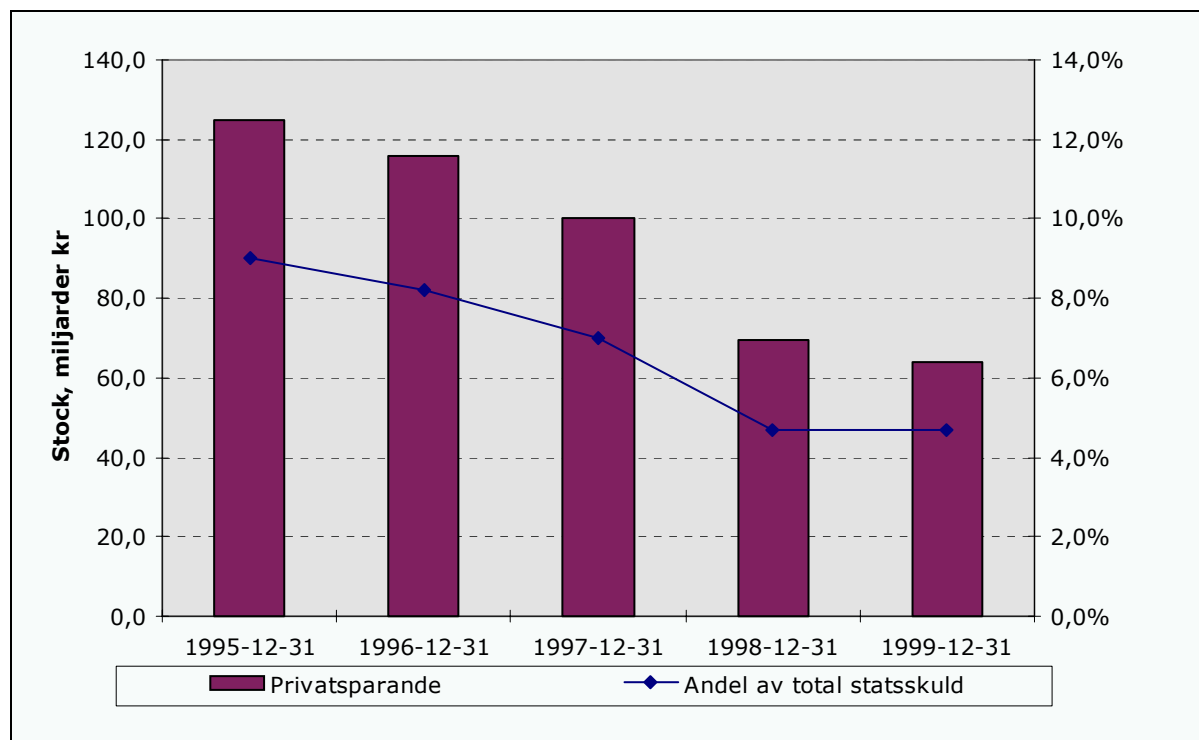
Inom marknadskommunikation har satsningen på att sprida kännedom om Riksgäldskontoret som en trygg, säker aktör på sparandemarknaden fortsatt. Undersökningar visar att Riksgäldskontorets trovärdighet är mycket hög och att allt fler känner till kontoret och har förtroende för verksamheten. Detta återspeglas i att kontoret är framgångsrikt när direktutskick görs både till existerande och icke kunder. En kundtidning, Svenska Pengar, har givits ut med ett nummer under våren och ett under hösten. En utvärdering kommer att ske inför kommande verksamhetsår för att utröna hur viktig Svenska Pengar är för kunderna.

Telefon har varit och är den dominerande distributionskanalen, framför allt för Riksgäldspar. Under året har Internet kommit att växa i betydelse både avseende dialog med kunderna, men också som försäljningskanal. Användandet av Internet är positivt i så motto att tillgängligheten ökar liksom effektiviteten men i vissa fall dyker andra, nya arbetsuppgifter upp, vilka måste hanteras. Satsningar sker på en utökad automatisering så att kundernas användande av Internet inte innebär en tung manuell hantering för kontoret.

Ett utvecklingsarbete har bedrivits inom kontoret med målet att bredda Riksgäldskontorets investerarbas så att kontorets samtliga instrument ska kunna erbjudas även mindre placerare. Lanseringen planeras att ske under första halvåret år 2000. Riksgäldskontoret har även låtit en extern part göra en analys av potentialen för en sådan lansering. Utfallet av denna visar att det finns tillräcklig potential för att erhålla lönsamhet och nå målen för hushållsupplåningen. Riksgäldskontoret skall positionera sig som en trygg, pålitlig aktör vilken erbjuder de bästa alternativen inom räntebärande placeringar.

3.3.3 Resultat och måluppfyllelse

Upplåningen från hushållen uppgick till totalt 64,1 miljarder kronor vid utgången av 1999, vilket var en minskning med åtta procent jämfört med den 31 december 1998. Minskningen föregående år var 31 procent. Trots minskade volymer ligger hushållsupplåningens andel av den totala statsskulden kvar på samma nivå som förra årsskiftet (4,7 procent). Förklaringen till detta är att den totala statsskulden har minskat sedan förra årsskiftet.

Figur 3.10 Hushållsupplåningens andel av statsskulden

Riksgäldsspar har under året haft en fortsatt svagt positiv försäljningsutveckling. Nettoökningen under året uppgår till knappt 1,3 miljarder kronor, vilket ger en total volym om 6,47 miljarder. En stor del av inflödet kommer från konverteringar av dels förfallande Riksgäldskonton, dels från förfallande tvåårigt Riksgäldsspar som öppnades i november 1997. Vid konverteringen från Riksgäldsspar återplacerades hela 70 procent av pengarna, en nivå som överträffade tidigare utfall på upp till 40 procent.

Den reala upplåningen inom Riksgäldsspar har ökat under 1999 och uppgår till 868 miljoner kronor, vilket motsvarar ca 13 procent av den totala volymen som förvaltas inom Riksgäldsspar. Upplåningen i de SOX-noterade realränteobligationerna uppgår till närmare 180 miljoner kronor¹². Totalt har således sammanlagt över en miljard kronor lånats upp direkt från hushållsmarknaden via reala instrument.

Riksgäldskonto, för vilket ingen nyförsäljning ägt rum sedan november 1997, minskade med 2,5 miljarder, vilket ger en kvarvarande utestående volym om 3,0 miljarder kronor.

Under 1999 emitterades två premielån. Sammanlagt uppnådde dessa båda lån en volym om 8,3 miljarder kronor, vilket kan jämföras med 7,3 miljarder i de lån som gavs ut 1998. De stora förfallen under 1999 på 12,6 miljarder ledde trots framgångarna i emissionerna till att den utestående stocken minskade med 4,3 miljarder. Den totala utestående volymen premieobligationer uppgick till 54,4 miljarder vid 1999 års slut.

För att ange Riksgäldskontorets marknadsandel på sparmarknaden krävs först att en lämplig definition av marknaden görs. I sammanhanget bör bortses från aktierelaterade sparformer men samtliga räntebärande sparalternativ - inlåning på bankkonton, räntefonder och privatobligationer - bör ingå. Om denna avgränsning används uppgår den totala räntesparmarknaden till 674,2 miljarder kronor (per tredje kvartalet 1999) och Riksgäldskontorets andel av denna marknad är 9,5 procent. Årskiftet 1998/99 uppgick räntesparmarknaden till 654,4 miljarder kronor och Riksgäldskontorets motsvarande andel var 10,6 procent. Marknadsandelen har följaktligen minskat med 1,1 procent. Detta bör dock ses i ljuset av att hela privatobligationsmarknaden krympte med närmare 13 procent under motsvarande period.¹³

¹² Detta avser endast kontorets egen försäljning av realränteobligationer, statistik för återförsäljares försäljning till hushåll går ej att erhålla.

¹³ Källa: SCB, Finansräkenskaper kv2/99, Fondbolagens Förening, Riksgäldskontoret.

Tabell 3.8 Förväntad besparing genom upplåning från hushållen jämfört med motsvarande upplåning med motsvarande löptid på penning- och obligationsmarknaden, miljoner kronor - Äldre utvärderingsmodell

Äldre utvärderingsmodell	1995/96	1997	1998	1999
Allemansspar (jmf. med kort upplåning)	253	102	34	-
Premieobligationer (jmf. med nollkupongräntestrukturen)	126	245	186	212
Riksgäldskonto (jmf. med nollkupongräntestrukturen)	-11	-2	0	-
Riksgäldsspar (jmf. med nollkupongräntestrukturen) ¹	-	-20	-25	8,5
Summa besparing	368	325	195	221

¹ Intäkterna fördelas över löptiden, i genomsnitt drygt 2 år. Intäkter kvar att fördela är 35 miljoner kronor

I tabell 3.8 framgår att resultatet av den sammanlagda hushållsupplåningen uppgick till en besparing om 221 miljoner kronor gentemot motsvarande kostnad för upplåning på penning- och obligationsmarknaden. Största delen av årets resultatet kan hänföras till premieobligationerna. Hushållsupplåningen uppnådde därmed målet att i sin helhet och per låneinstrument uppnå kostnadsbesparingar för Riksgäldskontoret.

Kontoret har under året vidareutvecklat och infört en ny utvärderingsmodellen (se tabell 3.9). Syftet var att erhålla en enhetlig och samtidigt förbättrad utvärderingsmodell. Beräkningen av resultatet för Riksgäldsspar tidigare år, gjordes enligt den nya principen. Den nya utvärderingsmetoden innebär att resultatet för samtliga instrument beräknas enligt samma modell. Förändringen innebär att intäkter och kostnader matchas över lånens löptid. Vidare har den tidigare schablonfördelningen av vissa gemensamma kostnader setts över och förfinats. Den nya modellen följer god redovisningssed (bl.a. matchningsprincipen).

Den nya utvärderingsmodellen innebär, som framgår vid jämförelse mellan resultaten i tabellerna 3.8 och 3.9, ett lägre resultat genomgående för verksamhetsåren 1995/95 - 1999. Principförändringen kommer följaktligen att innebära ett bättre resultat kommande år, jämfört den tidigare modellen.

Tabell 3.9 Förväntad besparing genom upplåning från hushållen jämfört med motsvarande upplåning med motsvarande löptid på penning- och obligationsmarknaden, miljoner kronor - Ny utvärderingsmodell

Ny utvärderingsmodell	1995/96	1997	1998	1999
Allemansspar (jmf. med kort upplåning)	253	102	34	-
Premieobligationer (jmf. med nollkupongräntestrukturen) ¹	28	89	123	136
Riksgäldskonto (jämfört. med nollkupongräntestrukturen)	-11	-2	0	-
Riksgäldsspar (jmf. med nollkupongräntestrukturen) ²	-	-20	-25	5
Summa besparing	270	169	132	141

¹ Intäkterna och kostnader fördelas över lånens löptid. Kvar att fördela:

Kostnader: 341 miljoner kronor

Intäkter: 1442 miljoner kronor

² Intäkterna fördelas över löptiden, i genomsnitt drygt 2 år. Intäkter kvar att fördela är 35 miljoner kronor

Resultatet av den sammanlagda hushållsupplåningen enligt den nya utvärderingsmodellen uppgick således till en besparing om 141 miljoner kronor gentemot motsvarande kostnad för upplåning på penning- och obligationsmarknaden.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 19 april 2000

Närvarande: statsrådet Hjelm-Wallén, ordförande, statsråden Freivalds, Thalén, Winberg, Sahlin, von Sydow, Klingvall, Östros, Messing, Rosengren, Larsson, Lejon, Lövdén, Ringholm

Föredragande: Bosse Ringholm

Regeringen beslutar skrivelse 1999/2000:104 Utvärdering av
statsskuldens upplåning och förvaltning 1994/95–1999