

Regeringens skrivelse

2004/05:104

Utvärdering av statens upplåning och
skuldförvaltning 2000–2004

Skr.
2004/05:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 14 april 2005

Göran Persson

Pär Nuder
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

Regeringen skall senast den 25 april varje år lämna en utvärdering av statskuldförvaltningen till riksdagen. Utvärderingen lämnas i form av en skrivelse, som i år behandlar regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning samt Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning under budgetåren 2000–2004. Utvärderingen av skuldförvaltningen görs på tre nivåer; regeringens riktlinjer, Riksgäldskontorets strategiska beslut om delmål och riktmärken för den operativa förvaltningen samt kontorets operativa förvaltning av statsskulden.

Huvudintrycket vid denna utvärdering är att staten för en genomtänkt och väl fungerande upplåning och skuldförvaltning. Regeringens riktlinjebeslut för åren 2000–2004 bedöms ha varit väl avvägda. De beslut som fattats av Riksgäldskontoret bedöms som väl motiverade och resultaten har fallit väl ut. Uppsatta kvantitativa mål har uppnåtts.

Såväl Riksgäldskontorets förvaltning som regeringens riktlinjer för åren 2000–2004 bedöms således ha bedrivits i enlighet med det övergripande målet för statsskuldspolitiken, dvs. att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risken i förvaltningen.

	Samlad bedömning av statens upplåning och skuldförvaltning.....	3
	för perioden 2000-2004	
1	Processen för skuldförvaltningen	7
2	Utvecklingen av lånebehovet och statsskulden	9
2.1	Lånebehovets utveckling	9
2.2	Statsskuldens utveckling.....	10
2.3	Statsskuldens sammansättning.....	12
3	Utvärdering av regeringens beslut om riktlinjer för 2000–2004.....	14
4	Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut.....	19
4.1	Riksgäldskontorets fördelning av skulden på olika skuldslag inom ramen för regeringens riktlinjer	19
4.2	Löptiden i den nominella skulden.....	22
4.3	Valutasammansättningen i riktmärket för valutaskulden .	24
4.4	Strategiska valutapositioner	27
4.5	Marknads- och skuldvård i kronskulden.....	28
5	Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut.....	30
5.1	Upplåning och skuldförvaltning i utländsk valuta	30
5.2	Reala lån i svenska kronor	36
5.3	Nominella lån i svenska kronor	40
5.4	Privatmarknadsupplåning	43
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 14 april 2005.....	47

Samlad bedömning av statens upplåning och skuldförvaltning för perioden 2000–2004

Skr. 2004/05:104

Nedan följer en samlad bedömning av statens upplåning och skuldförvaltning för utvärderingsperioden 2000–2004. Avsikten är här att foga samman de olika delarna i utvärderingen till en helhetsbedömning som kan ställas mot det övergripande målet för statsskuldspolitiken, nämligen att statens skuld skall förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

I avsnitt 1–5 behandlas först processen för skuldförvaltningen, därefter utvecklingen i lånebehov och statsskuld, utvärderingen av regeringens riktlinjer samt slutligen utvärderingen av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut.

Regeringens beslut om riktlinjer

Regeringens bedömning: Regeringens beslut om riktlinjer för åren 2000–2004 kan anses ha fattats i enlighet med det i lag uppställda målet att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risken i förvaltningen.

Skälen för regeringens bedömning: Tyngdpunkten i utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut ligger på sammansättningen av statsskulden, dvs. ambitionen att långsiktigt minska andelen valutaskuld och öka andelen real skuld i svenska kronor, och löptidsförkortningen av skulden som gjordes under år 2000.

Regeringens beslut att långsiktigt reducera valutaskuldens andel av statsskulden bedöms som väl motiverad av såväl kostnads- som riskmässiga skäl. Riskerna med en stor valutaskuld via förändringar i kronans växelkurs har tydliggjorts de senaste åren. Skuldräntor i utländsk valuta tenderar dessutom att förstärka svängningarna i den svenska statsbudgeten genom att öka ränteutgifterna i lägen då statsfinanserna av konjunkturskäl kan antas vara svaga. De senaste årens kraftigt minskande ränteskillnad mellan svenska och utländska räntenivåer ger inga kostnadsmässiga argument för upplåning i utländsk valuta. Ytterligare ett skäl att minska valutaupplåningen är att det är ett flexibelt låneinstrument som snabbt kan ökas för det fall lånebehovet skulle stiga kraftigt. En sådan handlingsfrihet förutsätter dock att valutaskulden i utgångsläget inte är alltför stor.

Ambitionen att minska andelen valutaskuld har hitintills fallit väl ut, även med beaktande av utvecklingen i statens lånebehov och växelkursen för kronan. Valutaandelen i statsskulden har under utvärderingsperioden fallit från 29 procent år 2000 till 24 procent 2004.

Regeringens ambition att på lång sikt öka andelen realskuld (dvs. statsobligationer med inflationssäkrad avkastning) motiveras främst av riskmässiga skäl då real upplåning bidrar till att sprida upplåningen till ytterligare en typ av finansiering utöver nominell kron- och valutaupplåning, vilket minskar risken i statsskulden. Därtill har reallån gett en betydande besparing, men den beror i första hand på att inflationen har varit lägre än förväntat och kan därmed inte antas upprepas i samma grad under kommande år. Preliminära beräkningar pekar på besparingar i storleksordningen 12 miljarder kronor sedan 1994 då de första reallånen introducerades. Realskuldens andel av statsskulden har ökat från 10 procent år 2000 till 15 procent 2004.

Förkortningen av statsskuldens löptid från 3,0 till 2,7 år under år 2000 gjordes i ett gynnsamt läge och beräknas sammantaget ha sparat över 2 miljarder kronor under åren 2000–2004. Man bör dock vara försiktig med att dra alltför långtgående slutsatser av detta eftersom beräkningarna baseras på vissa förenklingar och antaganden. Den långsiktiga besparingen beräknas vara lägre, ungefär 250 miljoner kronor per år.

Regeringens beslut om riktlinjer för åren 2000–2004 kan således anses ha fattats i enlighet med det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Vi bedömer även att besluten fattats inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Slutsatsen får stöd bl.a. av att Riksbanken i sina remissyttrande de senaste åren har ansett regeringens riktlinjer vara förenliga med den penningpolitiska restriktionen.

Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden har för åren 2000–2004 bedrivits i enlighet med det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

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

Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut

Regeringen anser att de amorteringsbeslut som fattats av Riksgäldskontorets styrelse har varit välgrundade, både ur kostnads- och risksynpunkt. Styrelsens beslut att skjuta på en del av amorteringarna av valutaskulden under 2001 och 2002 har inneburit kostnadsbesparingar på i storleksordningen 1,5 miljarder kronor jämfört med genomsnittlig kronkurs 2004. Amorteringsbesluten utvärderas slutgiltigt i nästa års skrivelse.

Riksgäldskontorets val att inte avvika från regeringens riktvärde för genomsnittlig löptid i den nominella skulden bedöms som väl motiverat. Strategin med olika löptid i kron- och valutaskulden är motiverad jämfört med om den i riktlinjerna angivna löptiden på 2,7 år använts i båda skuldslagen. Den genomsnittliga löptiden har visserligen legat över riktlinjernas löptidsriktvärde under året men regeringen anser att Riksgäldskontorets avvägning mellan marknadsvård och löptidsstyrning under 2004 i stort sett varit rimlig.

Ökningen av andelen schweizerfranc i riktmärket för valutaskulden, som gjordes under 2000, har sammantaget inneburit en kostnadsbesparing på ca 0,7 miljarder kronor under utvärderingsperioden. Riksgäldskontorets bedömning att besparingen via lägre räntenivåer på den schweiziska räntemarknaden skulle dominera över variationer i växelkursen för schweizerfrancen har så långt visat sig korrekt. Regeringen avser inte att ta upp utvärderingen av schweizerfrancen till behandling igen med mindre än att den slutligt ska utvärderas eller att något extraordinärt har inträffat.

Regeringen har inget att anmärka på att Riksgäldskontoret inte har tagit några strategiska positioner på valutamarknaden under 2004. Den dollarposition, som slutligt stängdes under 2003 med en realiserad vinst på 4,5 miljarder kronor, utgör ett utmärkt exempel på när kontoret anpassar sin upplåning och skuldförvaltningsstrategi till rådande marknadsläge.

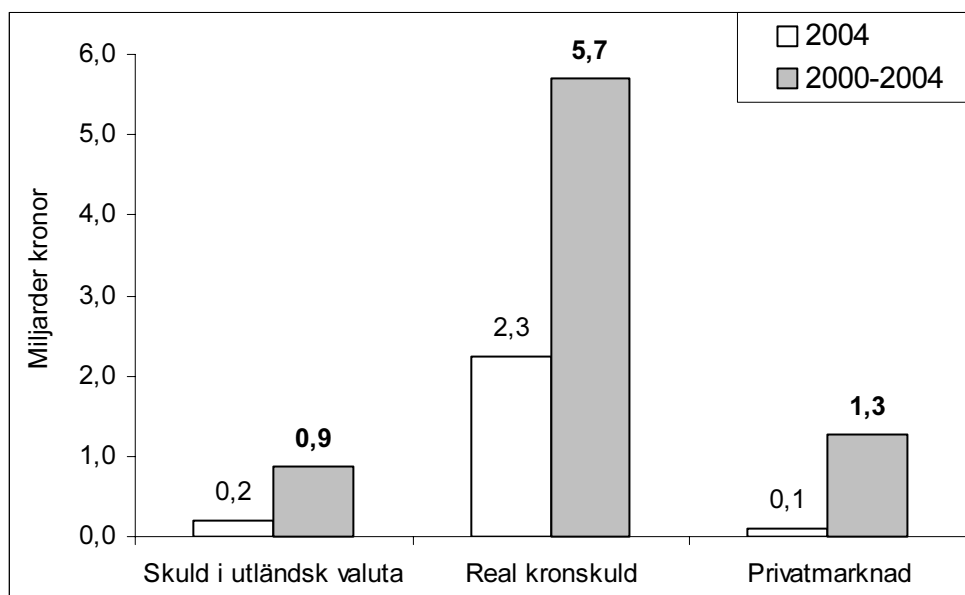
Sammanfattningsvis har Riksgäldskontorets strategiska beslut om amorteringstakten i valutaskulden, löptiden i den nominella skulden och valutasammansättningen i riktmärket för valutaskulden bedömts som välgrundade.

Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut

Resultatet för Riksgäldskontorets aktiva förvaltningen i utländsk valuta var 0,2 miljarder kronor 2004 och 0,9 miljarder kronor för utvärderingsperioden 2000–2004. Förvaltningen har därmed uppnått målet om lägre kostnader i förhållande till en passivt förvaltd valutaskuld. Kontoret har även bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta och flexibelt utnyttjat de möjligheter till sänkta upplåningskostnader som givits.

Det preliminära resultatet för den reala upplåningen uppgick till 2,3 miljarder kronor 2004 och 5,7 miljarder kronor för utvärderingsperioden. Riksgäldskontorets reala upplåning i svenska kronor har därmed uppnått det kvantitativa målet om att vara billigare än motsvarande upplåning i nominella statsobligationer.

Även resultatet i upplåningen från privatmarknaden har varit gott. Den samlade kostnadsbesparingen uppgick till 1,3 miljarder kronor åren 2000–2004 vilket innebär att Riksgäldskontoret uppnått målet i regleringsbrevet. Även målet för de enskilda låneinstrumenten har uppnåtts då samtliga instrument uppvisar positiva resultat för utvärderingsperioden.



Källa: Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i statsobligationer och statskuldväxlar förefaller ha varit framgångsrik och auktionerna har fungerat väl. Regeringens slutsats är, främst baserat på kvalitativa grunder, att Riksgäldskontorets marknads- och skuldvård torde ha bidragit till en mer likvid och effektiv statspappersmarknad. Åtgärderna kan därmed sägas ha bidragit till långsiktigt lägre kostnader för statsskulden. Undersökningar visar att Riksgäldskontoret i allmänhet uppfattas som en effektiv och professionell aktör på marknaden och kontoret står sig väl vid en internationell jämförelse.

Sammanfattningsvis bedöms den operativa förvaltningen ha varit framgångsrik och den uppvisar mycket goda resultat för utvärderingsperioden. De riskmått som används i upplåningen och förvaltningen indikerar att resultaten inte har uppnåtts till priset av ett högre risktagande. Sammantaget bedömer regeringen därför att Riksgäldskontoret har förvaltat skulden i enlighet med det övergripande målet för statsskuld förvaltningen.

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

Lagen tillämpas så att regeringen årligen anger riktlinjer där huvuddelen av de mål och riktlinjer som styr statsskuldförvaltningen återfinns. I riktlinjerna anges främst hur statsskulden skall fördelas på de olika skuldslagen¹ och vilken genomsnittlig löptid som ska tillämpas. Det är även dessa storheter som, tillsammans med storleken på statsskulden, är bestämmande för vilken total kostnad och samlad risk som kan förväntas i förvaltningen av skulden. Det innebär att kostnaderna för och de risker som uppstår i skuldförvaltningen i första hand bestäms av regeringens riktlinjer. Ansvar för de statsskuldspolitiska övervägandena och de övergripande besluten om skulden tas därmed på politisk nivå. Riksgäldskontoret svarar för att målet för statsskuldspolitiken och regeringens riktlinjer omsätts i delmål och riktmärken samt för den operativa förvaltningen av skulden.

I regeringens riktlinjer fastställs även hur skuldförvaltningen skall utvärderas. Utvärderingen syftar dels till att möjliggöra en samlad bedömning av hur skuldförvaltningen har bedrivits, dels till att ge vägledning för framtida beslut om statsskuldspolitiken. Eftersom målet för statsskuldspolitiken är av långsiktig karaktär är det naturligt att också utvärderingen sker i ett så pass långsiktigt perspektiv att tillfälliga variationer i resultatet utjämnas. Regeringen tillämpar därför rullande femårsperioder i utvärderingen av skuldförvaltningen och årets utvärdering omfattar perioden 2000–2004. Den årligt återkommande processen för skuldförvaltningen kan beskrivas på följande sätt:

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

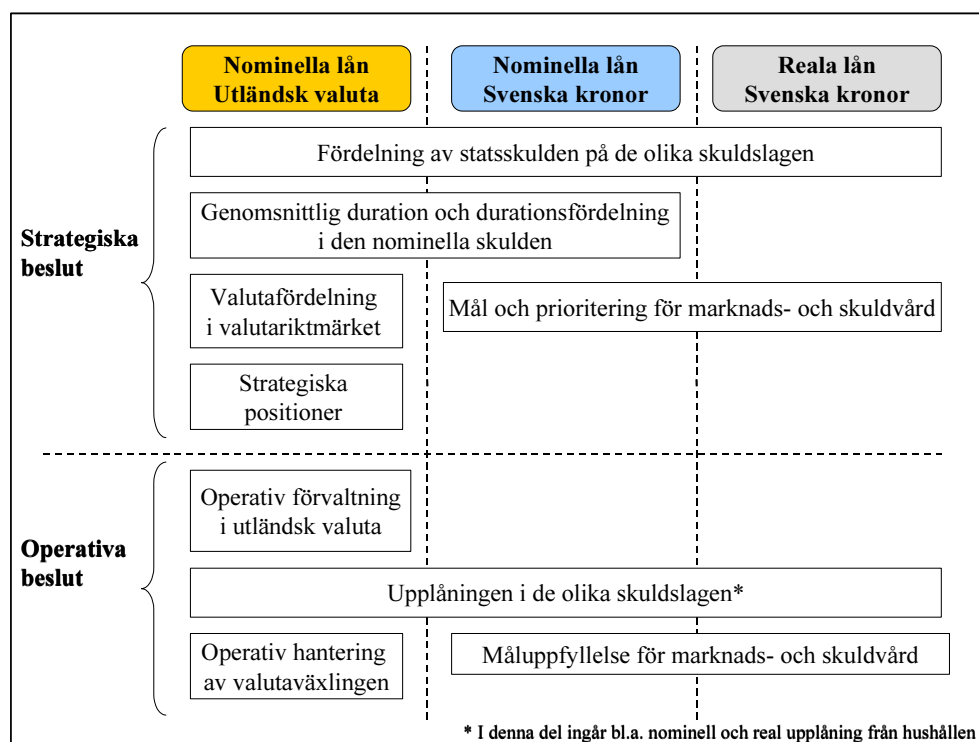
¹ Nominella lån i svenska kronor, reala lån i svenska kronor och lån i utländsk valuta.

I skrivelsen till riksdagen utvärderas statens upplåning och skuldförvaltning på olika nivåer; dels de strategiska beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse, dels de beslut som fattas på operativ nivå. Dessutom ingår en utvärdering av regeringens riktlinjer i skrivelsen. Denna redovisas i avsnitt 3.

Regeringens ambition är, och har varit, att utveckla en över tiden förhållandevis stabil struktur i redovisningen till riksdagen. Syftet med detta är bl.a. att underlätta för riksdagens ledamöter att ta till sig innehållet i skrivelsen. Översikt bilden nedan försöker tydliggöra de komponenter som är relevanta i utvärderingen av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning. Bilden bör dock inte övertolkas då regeringen från tid till annan kan välja att betona vissa komponenter och delar i utvärderingen mer än andra. Det kan även hända att det med tiden tillkommer ytterligare delar som bör utvärderas eller områden som faller bort. Ett exempel på detta är statsskuldens förfalloprofil som fr.o.m. riktlinjerna 2004 och årets utvärdering fallit bort som styr- och utvärderingsinstrument.

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

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

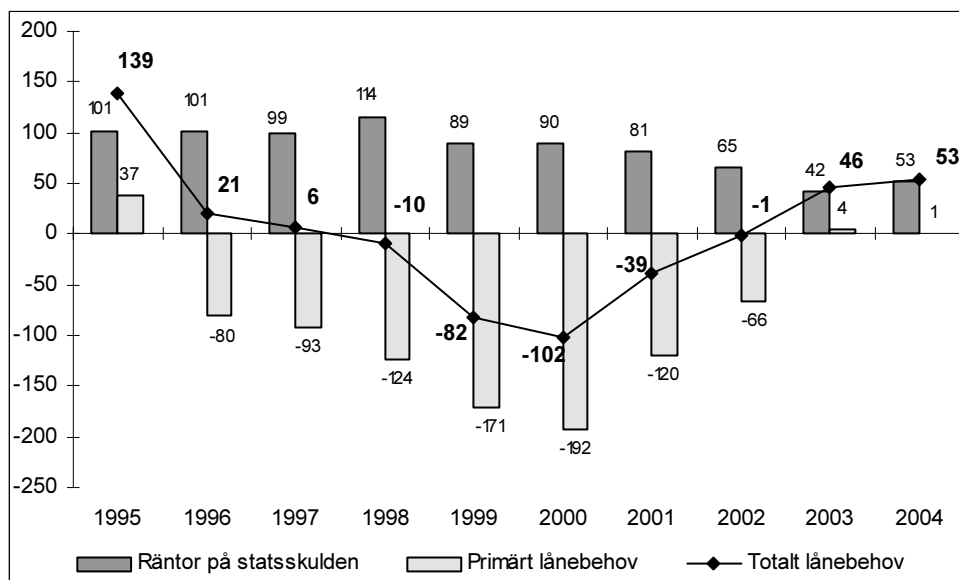


2.1 Lånebehovets utveckling

Statens lånebehov² – nettot av alla betalningar till respektive från staten – uppgick under 2004 till 53 miljarder kronor. Det var andra året sedan 1997 som statsbudgeten visade underskott.

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

Diagram 2.1: Statens lånebehov 1995–2004, totalt samt fördelat på statskuldräntor och primärt lånebehov (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

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

² Statens lånebehov är sedan 1997 definitionsmässigt lika med statsbudgetens saldo, men med omvänt tecken.

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

Under 2004 försämrades statens budgetsaldo med 11 miljarder kronor till ett underskott på 53 miljarder kronor. Det primära lånebehovet förbättrades med 3 miljarder kronor jämfört med 2003 och uppgick till en knapp miljard 2004. Statens inkomster och utgifter exklusive skuldräntor var därmed i paritet med varandra. Lånebehovet för 2004 motsvarar därmed nästan exakt räntebetalningarna på statsskulden.

Inkomsterna ökade med ca 40 miljarder kronor 2004, främst beroende på ökade skatteintäkter från lönesummor och konsumtion. Inkomster från förfallande bostadsobligationer minskade däremot med ca 10 miljarder kronor 2004. Dessa obligationer fördes över från AP-fonderna till staten 2001 och de sista obligationerna förfaller under 2005. Utgifterna till bland annat barnfamiljer, pensionärer, arbetslöshetsersättning och EU ökade.

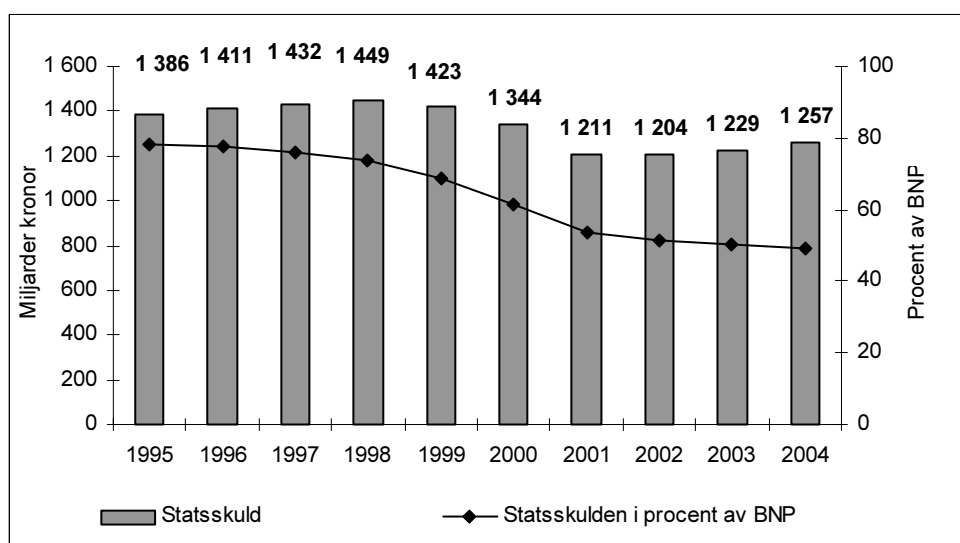
Räntebetalningarna på statsskulden uppgick till 53 miljarder kronor 2004, 11 miljarder mer än 2003. Ökningen beror främst på att kursförluster vid återköp av statsobligationer steg med 7 miljarder kronor och att överkurserna vid emission av statsobligationer minskade med 4 miljarder kronor. Lägre räntenivåer i Sverige och internationellt bidrog till minskade räntebetalningar under 2004.

2.2 Statsskuldens utveckling

Statsskulden uppgick vid utgången av 2004 till 1 257 miljarder kronor, en ökning med 28,5 miljarder jämfört med 2003.³ Som andel av BNP var statsskulden drygt 49 procent av BNP vid utgången av 2004, ca en procentenhet lägre än föregående år.

³ Siffran avser den okonsoliderade statsskulden, dvs. den skuld som förvaltas och redovisas av Riksgäldskontoret. I Budgetpropositionen och Årsredovisning för staten redovisas huvudsakligen ett konsoliderat skuldmått där statliga myndigheters innehav av statspapper eliminerats. Från den 1 januari 2003 redovisas statsskulden enligt nya principer. Skuldinstrumenten redovisas till nominellt slutvärde och dessutom inkluderas derivatinstrument, som skuldbytesavtal och valutaterminer.

Diagram 2.2: Statsskulden 1995–2004 (miljarder kronor och i procent av BNP). Skr. 2004/05:104



Källa: Riksgäldskontoret.

Anm. Från den 1 januari 2003 redovisas statsskulden enligt nya principer. I diagrammet har statsskulden justerats och redovisas för 1999–2004 enligt de nya principerna.

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

Tabell 2.1: Statens lånebehov och statsskuldens förändring 2000–2004 (miljarder kronor).

	2000	2001	2002	2003	2004
Statens lånebehov	-101,9	-38,7	-1,2	46,4	53,3
Orealiserade valutakursdifferenser	24,5	12,5	-31,5	-18,4	-9,5
Övriga skulddispositioner	-2,1	-106,8	26,4	-3,6	-15,3
Summa	22,4	-94,3	-5,1	-22,0	-24,8
Statsskuldens förändring	-79,5	-133,0	-6,3	24,4	28,5

Källa: Riksgäldskontoret.

Valutaomvärderingen av valutaskulden är en viktig komponent för att förklara skillnader mellan förändringar i lånebehov och statsskuld. Exempelvis var ökningen i statsskulden närmare 25 miljarder kronor mindre än lånebehovet under 2004, bl.a. till följd av att den starkare kronan minskade valutaskulden med 9,5 miljarder kronor omräknat i kronor.

Upplåningen och förvaltningen av statsskulden sker i tre skuldslag:

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

Andelen skuld i utländsk valuta växte snabbt under första halvan av 1990-talet, från under 10 procent till knappt 29 procent av statsskulden. Under andra halvan av 1990-talet låg andelen valutaskuld stabilt runt 30 procent av statsskulden för att åter öka något i början av 2000-talet, delvis till följd av att kronans värde föll. De senaste åren har andelen skuld i utländsk valuta minskat kraftigt och i slutet av 2004 uppgick skulden i utländsk valuta till 301 miljarder kronor, vilket motsvarar 24 procent av statsskuldens värde. Den minskade valutaskulden förklaras dels av den svenska kronans förstärkning sedan 2002, dels av de senaste årens amorteringar av valutaskulden.

Tabell 2.2: Statsskuldens sammansättning 2000–2004 (miljarder kronor och i procent av statsskuld).

	2000	2001	2002	2003	2004
Nominell skuld i svenska kronor	811	686	671	726	766
<i>Nominell skuld i svenska kronor, andel</i>	<i>61%</i>	<i>56%</i>	<i>56%</i>	<i>59%</i>	<i>61%</i>
Real skuld i svenska kronor	138	117	158	173	190
<i>Real skuld i svenska kronor, andel</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>15%</i>
Skuld i utländsk valuta	395	407	375	330	301
<i>Skuld i utländsk valuta, andel</i>	<i>29%</i>	<i>34%</i>	<i>31%</i>	<i>27%</i>	<i>24%</i>
Statsskuld	1 344	1 211	1 204	1 229	1 257

Källa: Riksgäldskontoret.

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

De senaste årens ökande lånebehov och strävan att reducera andelen valutaskuld i statsskulden innebär att nominella lån i svenska kronor åter står för över 60 procent av skuldstocken. Nominell upplåning utgör alltså den viktigaste finansieringskällan för statsskulden.

Den nominella skulden i svenska kronor uppgick till 766 miljarder kronor 2004. Merparten av den nominella upplåningen i svenska kronor sker på den inhemska värdepappersmarknaden genom statsobligationer (kuponglån med löptid över ett år vid emission) och statsskuldväxlar (nollkuponglån, i huvudsak med löptid under ett år vid emission). Till kronskulden räknas även kortfristiga bankplaceringar (deposits), repor och likviditetsväxlar som används för att hantera de dagliga likviditetsförändringarna i statens kassa till följd av betalningsflödena till och från staten.

I nominella lån ingår även huvuddelen av privatmarknadsupplåningen som innebär att Riksgäldskontoret kan bredda upplåningen till fler långivare, både privatpersoner och företag. Upplåningen uppgick till ca 60 miljarder kronor 2004, nästan 5 procent av den totala statsskulden. Premieobligationer står för en lånestock på drygt 38 miljarder kronor och utgör basen för privatmarknadsupplåningen. Under 2004 emitterade Riksgäldskontoret premieobligationer till nästan samma belopp som de obligationer som förföll, ca 10 miljarder kronor. Efter att under flera år ha minskat i omfattning förefaller därmed premiestocken ha stabiliserats. Riksgäldsspar fortsatte att öka och uppgick 2004 till 20 miljarder kronor, en ökning med 2 miljarder kronor sedan 2003.

Tabell 2.3: Statsskuldens sammansättning fördelat på olika skuldslag 2000–2004 (miljarder kronor och i procent av statsskuld).

	2000	2001	2002	2003	2004	Andel av statsskuld
Statsobligationer	467	357	358	398	437	34,7%
Statsskuldväxlar	284	259	249	269	267	21,3%
Dagslån	0	13	5	0	3	0,3%
Premieobligationer	50	44	41	39	38	3,0%
Riksgäldskonto	2	2	2	2	1	0,1%
Riksgäldsspar, nominellt	7	11	16	18	20	1,6%
Valutaterminer m.m.	8	0	0	1	0	0,0%
Nom. lån i svenska kronor	819	686	671	726	766	61,0%
Realobligationer	137	116	157	172	189	15,0%
Riksgäldsspar, realt	1	1	1	1	1	0,1%
Reala lån i svenska kronor	138	117	158	173	190	15,1%
Lån utländsk valuta	387	407	375	330	301	23,9%
Statsskulden	1 344	1 211	1 204	1 229	1 257	100%

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm. I tabellen anges den nettovolym nominella statsobligationer som Riksgäldskontoret emitterat. En förhållandevis stor andel av obligationsstocken har via swappmarknaden omvandlats till skuld i utländsk valuta. För att få en rättvis bild exponeringen i de olika skuldslagen ingår dessa skuldskötselinstrument i redovisade andelar.

Den svenska marknaden för realobligationer har funnits sedan 1994 och den har gradvis utvecklats och blivit mer likvid. Efterfrågan på reala placeringar har blivit allt större och 2004 uppgick realskulden till 190 miljarder kronor. Andelen realobligationer uppgick till 15 procent av statsskulden 2004. I skuldslaget ingår även den del av Riksgäldsspar som innefattar reala upplåningsinstrument. Denna upplåningsform har legat på oförändrat ca 1 miljard kronor under den senaste femårsperioden.

3 Utvärdering av regeringens beslut om riktlinjer för 2000–2004

Skr. 2004/05:104

Regeringens bedömning: Regeringens beslut att långsiktigt minska valutaskuldens andel av statsskulden bedöms som väl motiverat av både kostnads- och riskmässiga skäl. Ambitionen att öka andelen real-skuld på lång sikt motiveras väl av riskmässiga skäl då en större andel real upplåning minskar risken i statsskulden. Förkortningen av stats-skuldens löptid från 3,0 till 2,7 år under år 2000 gjordes i ett gynnsamt läge och beräknas ha minskat statens lånekostnader med sammanlagt drygt 2 miljarder kronor åren 2000–2004.

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

Regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning har ett flerårigt tidsperspektiv i syfte att skapa förutsättningar för långsiktighet och förutsägbarhet i statsskuldspolitiken. Regeringens riktlinjebeslut för 2004 omfattade åren 2004–2006, men riktlinjerna för 2005 och 2006 var preliminära. Riktlinjebeslutet för 2004 löd i korthet som följer:

- Valutaskulden skall amorteras med 25 miljarder kronor 2004. Den långsiktiga inriktningen är fortsatt att valutaskuldens andel av statsskulden skall minska och andelen kronskuld öka. För 2005–2006 är inriktningen att valutaskulden skall amorteras med 25 miljarder kronor per år.
- Riksgäldskontoret tillåts avvika med ± 15 miljarder kronor från riktlinjernas riktvärde för amorteringstakten. I sådana strategiska beslut skall kostnader och risk vägas in.
- Andelen reallån i statsskulden skall långsiktigt öka. Ökningstakten skall vägas mot efterfrågan på realobligationer samt kostnader och risker för annan upplåning.
- Den del av finansieringsbehovet som inte täcks av real upplåning och lån i utländsk valuta skall täckas med nominella lån i kronor.
- Den genomsnittliga durationen⁴ (fortsättningsvis benämnd löptid) i den nominella kron- och valutaskulden skall vara 2,7 år för 2004. Preliminärt gäller samma siffror för 2005–2006. Riksgäldskontoret får besluta om riktmärken som avviker med högst $\pm 0,3$ år från riktvärdet.
- Riktlinjen för förfalloprofilen tas bort eftersom det är en naturlig del i skuldshöjningen att begränsa refinansieringsrisken.

Tyngdpunkten i utvärderingen av regeringens riktlinjebeslut ligger på sammansättningen av statsskulden, dvs. ambitionen att långsiktigt redu-

⁴ Löptiden i statsskulden anges i termer av duration (mätt i år). Skuldens genomsnittliga återstående löptid beräknas genom att väga tiden till varje kassaflöde (kuponger och förfall) med kassaflödets storlek. Tiden till kassaflödena mäts med nuvärdet av kassaflödet. Eftersom nuvärdena av framtida kassaflöden beror på räntenivån är durationen beroende av räntenivån.

cera andelen valutaskuld samt att öka andelen realskuld, och den löptidsförkortning i den nominella skulden som gjordes under 2000.

Skr. 2004/05:104

Sammansättningen av statsskulden

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

Inför 2001 års riktlinjebeslut bedömde regeringen att förutsättningarna hade förbättrats för att kunna ta ställning till den långsiktiga utvecklingen av skuldens sammansättning och för att ange en långsiktig rörelseriktning. De kostnadsmässiga skälen för valutaupplåning hade försvagats, samtidigt som nya analyser och erfarenheter hade tydliggjort riskerna med en stor valutaskuld. Regeringen gjorde bedömningen att det sammantaget fanns tillräckliga skäl för att minska andelen valutaskuld. Därför höjdes riktvärdet för amorteringstakten från 25 miljarder kronor 1999–2000 till 35 miljarder kronor 2001. För 2002 och 2003 angavs preliminärt samma amorteringstakt. Riksgäldskontoret tilläts avvika från riktvärdet med ± 15 miljarder kronor och regeringen förtydligade även att kontoret skulle väga in kostnader och risk i beslut om amorteringstakten. Efter att Riksgäldskontoret valt att utnyttja mandatet och anpassat amorteringstakten nedåt, sänkte regeringen i juli 2001 riktvärdet för valutaamorteringen 2001 från 35 till 25 miljarder kronor. Anpassningarna gjordes av kostnadsskäl i och med den svenska kronans kraftiga försvagning från och med senhösten 2000.

I riktlinjerna för 2002 angav regeringen den långsiktiga inriktningen av skuldförvaltningen till att valutaskuldens andel av statsskulden skulle reduceras och andelen kronaskuld därmed skulle tillåtas öka. Regeringen valde dock att sänka den långsiktiga amorteringstakten från 35 till 25 miljarder kronor eftersom de statsfinansiella utsikterna och utvecklingen av statsskulden inte framstod som lika goda som inför föregående riktlinjebeslut. För 2002 angavs amorteringstakten till 15 miljarder kronor 2002. Det huvudsakliga skälet till begränsningen i amorteringstakten 2002 var risken för att kronan skulle ligga kvar på en svag nivå med en kostsam amortering av valutaskulden som följd. Intervallet runt amorteringsriktmärket angavs till ± 15 miljarder kronor.

I riktlinjebeslutet för 2003 angavs ett riktvärde för valutaamorteringarna till 25 miljarder kronor, dvs. samma nivå som den långsiktigt angivna amorteringstakten. De statsfinansiella utsikterna och bedömningen av lånebehovsutvecklingen hade försämrats något jämfört med året innan, men utgjorde inget tungt vägande skäl för att frångå den långsiktiga inriktningen. Då den svenska kronan hade stärkts under 2002 och bedömdes stärkas ytterligare, gav inte heller kronans utveckling något skäl till att avvika. I stort sett samma resonemang fördes i riktlinjebeslutet för 2004.

Regeringen har under en följd av år poängterat realskuldens betydelse för att minska riskerna i statsskulden. I riktlinjebesluten för 1999 och 2000 angavs att stocken utestående realräntelån inte skulle minska, men att en minskning kunde tillåtas av marknadsvärdande skäl. Sedan riktlinjebeslutet för 2001 har regeringen ansett att andelen real skuld i statsskulden långsiktigt bör öka vilket i huvudsak motiveras med att en större andel realskuld minskar risken i statsskulden. Regeringen har inte angett något mål för den reala skuldandelen utan bedömt att ökningstakten skall vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag, med beaktande av risk.

Förkortning av genomsnittlig löptid i den nominella skulden

Den genomsnittliga löptiden för den nominella skulden i kronor och utländsk valuta minskades, enligt regeringens riktlinjer, från 3,0 till 2,7 år under 2000. Detta innebar en viss förkortning av den genomsnittliga löptiden i statsskulden (allt annat lika). Som skäl angavs att räntorna i genomsnitt är lägre för kortare upplåning än för längre upplåning och att avkastningskurvan normalt sett därför kommer att ha positiv lutning. Löptidsförkortningen förväntas därmed på längre sikt medföra lägre lånekostnader i skuldförvaltningen. Samtidigt bedömdes riskökningen av förkortningen som marginell. Även modellanalyser gav stöd för den uppfattningen. Dessutom såg utsikterna för statsfinanserna allt stabilare ut vilket talade för att en begränsad ökning av risken i förvaltningen av statsskulden kunde accepteras.

Inför riktlinjebeslutet 2004 bedömde regeringen, liksom inför riktlinjebesluten 2001 till 2003, att det inte framkommit några starka skäl för att ändra riktlinjen för genomsnittlig löptid i den nominella skulden. Därmed bestämdes att riktvärdet även fortsättningsvis skulle vara 2,7 år för perioden 2004–2006. Intervallet inom vilket Riksgäldskontoret kunde välja att sätta sitt riktvärde angavs som tidigare till $\pm 0,3$ år.

I riktlinjerna för 2005 beslutade regeringen att ytterligare förkorta löptiden i den nominella skulden till 2,5 år med en gradvis anpassning under året. Det främsta skälet var att statsskuldens sammantagna löptid, genom den reala upplåningens relativt långa löptid och ökande skuldandel, hade ökat från 3,2 till 3,7 år sedan år 2000. Samtidigt hade valutaandelen minskat. Utvecklingen ansågs ge utrymme för att tillåta en något högre risk i den nominella skulden genom en löptidsförkortning till 2,5 år.

Skälen för regeringens bedömning

Långsiktig inriktning för att minska andelen valutaskuld

Regeringen kan konstatera att riskerna med en stor valutaskuld har blivit allt tydligare under de senaste åren. Valutaskuld innebär ett större risktagande än skuld i svenska kronor eftersom förändringar i kronans växelkurs direkt påverkar värdet av valutaskulden, och därmed statsskuldens storlek, och statens skuldräntor, och därmed budgetsaldot. Detta illustreras väl av utvecklingen under år 2000 då valutaskulden trots amortering-

ar på ca 15 miljarder kronor steg med 12 miljarder kronor (se avsnitt 2). Valutaskuld riskerar även att förstärka svängningarna i statsfinanserna eftersom ökade valutaskuldräntor via försvagningen av kronan tenderar att sammanfalla med ökade budgetbelastningar i tider då statsfinanserna av konjunkturskäl kan antas vara svaga. Valutaskulden har sedan 2001 reducerats från drygt 34 procent till 24 procent av statsskulden 2004.

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

Ytterligare ett skäl att minska valutaupplåningen är att det är ett flexibelt låneinstrument som snabbt kan öka för det fall lånebehovet skulle stiga kraftigt. En sådan handlingsfrihet förutsätter dock att valutaskulden i utgångsläget inte är alltför stor. Till följd av den långsiktiga inriktningen att reducera valutaskulden skaffar sig staten således ett ökat framtida handlingsutrymme ifall det statsfinansiella läget skulle försämrats och inhemska upplåning skulle te sig som ett kostsamt alternativ.

Långsiktig inriktning för att öka andelen realskuld

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

Teoretiskt sett bör real upplåning i genomsnitt även vara billigare än nominell kronupplåning, eftersom staten övertar inflationsrisken från investeraren och därför inte ska betala den inflationsriskpremie som ingår i den nominella räntan. Vi konstaterar att den reala upplåningen har inneburit stora kostnadsbesparingar under de tio år som realobligationsmarknaden funnits. Beräkningar pekar mot i storleksordningen 12 miljarder kronor sedan 1994. Orsaken är främst att inflationen har varit lägre än väntat. Resultatet kan därför inte antas utvecklas i samma takt framöver, i och med att inflationsförväntningarna stabiliserats på låg nivå.

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

Regeringens skäl för att förkorta löptiden i den nominella skulden var främst kostnadsmissiga då lägre lånekostnader i skuldförvaltningen kunde förväntas. De i huvudsak kvalitativa argumenten och utsikterna till stabilare statsfinanser talade dessutom för att en begränsad ökning av risken i statsskulden kunde accepteras.

Sedan 2001 har vi kvantitativt utvärderat löptidsförkortningen genom att jämföra förkortningen med status quo-portföljen vid beslutstillfället. Det innebär att man undersöker hur stor kostnadsbesparing som en neddragning av löptiden till 2,7 år ger jämfört med kostnadsbesparingen för en portfölj med oförändrad löptid på 3,0 år.

Beräkningarna pekar på besparingar om 600 miljoner kronor för 2004, en ökning med 100 miljoner kronor jämfört med 2003. Ökningen berodde på att avkastningskurvans lutning fortsatte att bli brantare i löptidssegmentet 2,7 år och 3,0 år jämfört med 2003. För hela utvärderingsperioden 2000–2004 beräknas besparingen uppgå till sammanlagt drygt två miljarder kronor.

Tabell 3.1: Beräknade kostnadsbesparingar för två förenklade skuldportföljer (3,0 respektive 2,7 års löptid, miljoner kronor).

	2000	2001	2002	2003	2004	2000-2004
Preliminär besparing	300	400	400	500	600	2 200

Källa: Riksgäldskontoret.

Den långsiktigt årliga kostnadsbesparingen av löptidsförkortningen är troligtvis betydligt lägre än vad beräkningarna ovan visar. Alternativa beräkningar baserade på steady-state-portföljer, dvs. portföljer vars förfalloprofil inte ändras över tiden, pekar mot en kostnadsbesparing på ca 250 miljoner kronor per år, vilket i större utsträckning speglar den långsiktiga nivån på kostnadsbesparingen.

Tidigare år har regeringen påpekat att man bör vara försiktig med att dra långtgående slutsatser av ovanstående beräkningar eftersom de baseras på stiliserade portföljer med förenklade antaganden. Man kan även tillägga att så länge avkastningskurvan har positiv lutning, vilket kan sägas vara normalfallet, kommer en neddragning av skuldens löptid alltid att visa ett positivt resultat. Löptidsvalet måste därför alltid ske med beaktande av hur risken i statsskulden påverkas.

Den lägre räntekostnaden av en kortare upplåning skall vägas mot en ökad refinansieringsrisk till följd av att en större andel av statsskulden omsätts varje år. Förändringar i marknadsräntorna får då ett relativt större genomslag på skuldens emissionsräntor. Riksgäldskontorets modellsimuleringar visar att den genomförda löptidsförkortningen endast ger en marginell effekt på risknivån. Analysen visar också att det krävs betydligt större förändringar i löptiden än den faktiskt genomförda för att risknivån skall stiga nämnvärt.

Regeringens slutsats är att förkortningen av löptiden gjordes i ett gynnsamt läge och att den inneburit lägre lånekostnader för staten. Beräkningar pekar på kostnadsbesparingar på drygt 2 miljarder kronor för perioden 2000–2004.

4 Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut

Skr. 2004/05:104

4.1 Riksgäldskontorets fördelning av skulden på olika skuldslag inom ramen för regeringens riktlinjer

Regeringens bedömning: Regeringen anser att de amorteringsbeslut som fattats av Riksgäldskontoret varit välgrundade, både ur kostnads- och risksynpunkt. Besluten att skjuta på en del av amorteringarna av valutaskulden under åren 2001 och 2002 har preliminärt inneburit kostnadsbesparingar på i storleksordningen 1,5 miljarder kronor.

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

I regeringens riktlinjer anges inget specifikt mål för den reala skuldandelen, endast att andelen realskuld långsiktigt skall öka. Beslut om ökningstakten i realskulden har delegerats till Riksgäldskontoret. Kontoret har i sin tur funnit det lämpligt att besluten om den reala skulden hanteras på operativ nivå eftersom det kan vara svårt att på strategisk nivå (styrelsenivå) ange mer preciserade riktlinjer för detta. På så sätt uppnås erforderlig flexibilitet för att kunna anpassa emissioner av reallån till rådande marknadsförhållanden. Det innebär också att regeringens utvärdering av den reala skulden sker på operativ nivå (se avsnitt 5.2).

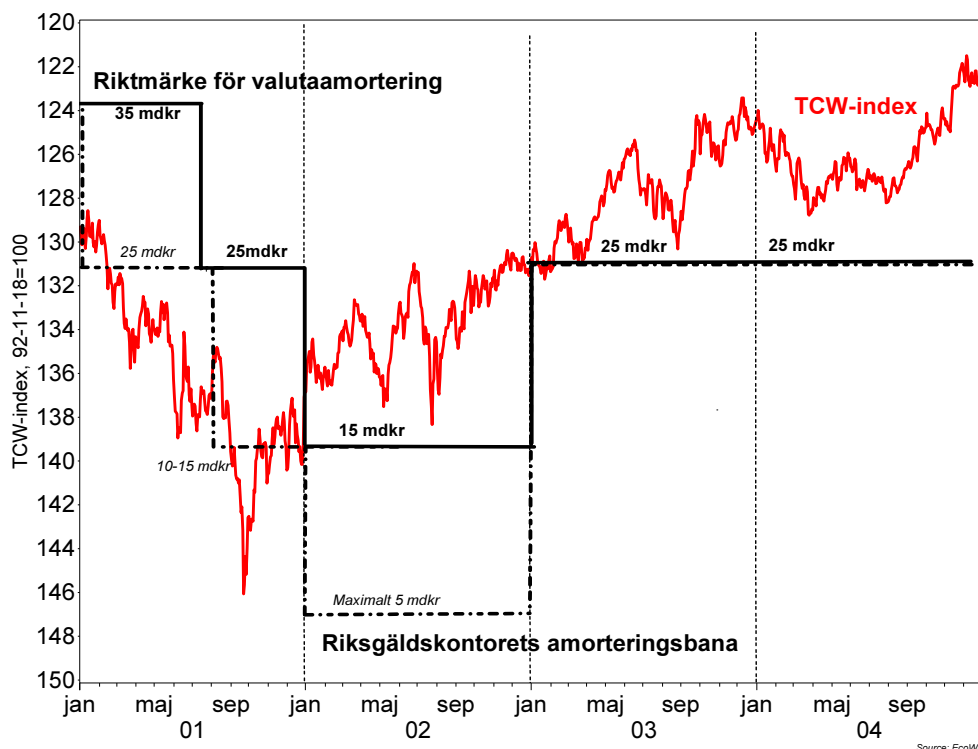
I regeringens riktlinjebeslut anges ett riktvärde för hur mycket Riksgäldskontoret skall amortera på valutaskulden varje år och ett intervall kring riktvärdet inom vilket kontoret har möjlighet att avvika. Sedan år 2000 har avvikelsetintervallet från riktvärdet angetts till ± 15 miljarder kronor. Under 2001–2002 valde Riksgäldskontoret att avvika från riktvärdet för valutaamorteringarna.

I 2001 års riktlinjebeslut angavs amorteringstakten till 35 miljarder kronor⁵. Efter att kontoret valt att anpassa amorteringstakten nedåt så mycket som intervallet tillät, sänkte regeringen i juli 2001 riktmärket för valutaamorteringen till 25 miljarder kronor. Till följd av kronförsvagningen valde Riksgäldskontoret att sänka amorteringstakten ytterligare. Den faktiska amorteringen blev drygt 15 miljarder kronor.

⁵ Se avsnitt 3 för en mer utförlig beskrivning av regeringens riktlinjebeslut för åren 2000–2004.

I riktlinjebeslutet för 2002 angav regeringen amorteringstakten till 15 miljarder kronor, en av kostnadsskäl motiverad nedjustering jämfört med den långsiktiga amorteringsinriktningen på 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret valde dock att utnyttja flexibiliteten i valutamandatet och sikta på en amortering på maximalt 5 miljarder kronor, dvs. att skjuta på amorteringar till ett värde av minst 10 miljarder kronor. Den faktiska valutaamorteringen uppgick till 1,8 miljarder kronor 2002.

Diagram 4.1: Växelkursutvecklingen och beslutade amorteringsbanor för valutaskulden 2001–2004 (TCW-index och miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret och Ecwin.

Riksgäldskontoret valde således att avvika från regeringens riktvärde för valutaamorteringen 2001 och 2002 med omkring 10 miljarder kronor vardera året. Besluten motiverades med den svaga utvecklingen för den svenska kronan. Övriga år har kontoret valt att amortera enligt regeringens angivna riktvärden.

Kronkursen³, som började försvagas hösten år 2000, låg vid ingången av 2001 på TCW-index 130. Därefter försvagades kronan kraftigt till som lägst ca 145 i september 2001 för att sedan successivt stärkas. I slutet av 2002 noterades kronan till ungefär 131 mot TCW-index. De genomsnittliga TCW-kurserna under 2001 och 2002 uppgick till 136 respektive 134 vilket var relativt svaga nivåer jämfört med vad som bedöms vara en långsiktigt motiverad växelkursnivå för den svenska kronan. Under 2003 och 2004 fortsatte kronan att stärkas. Genomsnittligt TCW-indexet låg 2003 och 2004 på ungefär 127 respektive 125.

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

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets beslut att skjuta på valutaamorteringarna 2001 och 2002 motiverades av kostnadsskäl och baserades på strategiska, långsiktiga bedömningar av valutakursutvecklingen och skall även utvärderas i det perspektivet. Skälen som angavs var att den svenska kronan framstod som svag relativt långsiktigt motiverade växelkurser och att tillfälliga effekter, såsom börsnedgången och strategiska flöden av svenskt kapital till utländska tillgångar, låg bakom kronans svaghet. Då de tillfälliga effekterna klingat av bedömdes kronan åter kunna stärkas. Kontoret ansåg även att fundamentala ekonomiska faktorer talade för en långsiktigt starkare krona. Besluten innebar att Riksgäldskontoret undvek att köpa utländsk valuta i ett ofördelaktigt läge. En beräkning baserat på genomsnittligt TCW-index för 2004 jämfört med genomsnittligt TCW-index för respektive avvikelseår, visar på minskade lånekostnad på lång sikt med i storleksordningen 0,8 respektive 0,7 miljarder kronor för åren 2001 och 2002.

Ur riskhänseende kan man säga att staten, till följd av besluten att skjuta på valutaamorteringarna, tog på sig en relativt större risk eftersom återstående valutaskuld då blev större än i tänkt amorteringsplan. Ytterligare kronförsvagning från 2001 års bottennivå hade medfört högre räntekostnader och ökade lånekostnader vid eventuell amortering av ”överskjutande” valutaskuld. Mot bakgrund av de skäl som Riksgäldskontoret förde fram för besluten, betraktades dock risken för ytterligare kronförsvagning som förhållandevis liten.

Regeringen anser att de amorteringsbeslut som fattats av Riksgäldskontoret 2001 och 2002 varit välgrundade, både ur kostnads- och risksynpunkt. Besluten har dessutom visat sig lönsamma med en sammanlagd kostnadsbesparing på ungefär 1,5 miljarder kronor jämfört med om amorteringarna skulle ha genomförts i enlighet med regeringens riktvärde.

I formell mening är en slutlig beräkning av resultatet av de uppskjutna amorteringarna möjlig först då Riksgäldskontoret amorterat motsvarande belopp över riktvärdet för valutaamorteringen. En sådan utvärderingsmetod är dock inte meningsfull, eftersom det kan dröja godtyckligt lång tid innan amorteringar över riktvärdet blir aktuella. Regeringen förordar därför att den slutliga bedömningen görs då tillräcklig lång tid förflutit. Det sistnämnda kan avse en hel konjunkturcykel, men svårigheterna att bedöma vad som utgör en hel konjunkturcykel gör det mer praktiskt att sätta punkt året före det att en avvikelse faller ur den rullande femåriga utvärderingsperioden. Amorteringsavvikelserna för 2001 och 2002 bör därmed kvantitativt slutgiltigt utvärderas i nästa års skrivelse för perioden 2001–2005.

Under 2003–2004 har kronan stärkts till mer långsiktigt normala nivåer. Riksgäldskontorets amortering på 25 miljarder kronor för respektive år, i enlighet med regeringens riktlinjer, framstår därmed som rimliga.

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets val att inte avvika från regeringens riktvärde för löptiden i den nominella skulden bedöms som väl motiverat. Strategin med olika löptid i kron- och valutaskulden kan för åren 2000–2004 anses motiverad jämfört med om det i riktlinjerna angivna löptidsriktvärdet använts i båda skuldslagen.

Bakgrund: Regeringens riktlinjer reglerar endast riktvärdet för den genomsnittliga löptiden i den nominella kron- och valutaskulden. Den reala delen omfattas inte i nuvarande utformning av riktvärdet. Regeringen har dock i riktlinjerna för 2005 framfört önskemål om att ett samlat löptidsmått för hela statskulden bör tas fram. Gränserna för de faktiska variationerna i löptiden i den nominella skulden beslutas av Riksgäldskontoret. I riktlinjebeslutet för 2004 angavs följande:

- Den genomsnittliga löptiden för den nominella kron- och valutaskulden skall vara 2,7 år för 2004. Inriktningen för 2005 och 2006 är att löptiden skall vara oförändrad.
- Riksgäldskontoret får vid fastställandet av riktmärken för nominella lån besluta om en genomsnittlig löptid i den nominella skulden som avviker med maximalt $\pm 0,3$ år från riktvärdet.

Riktvärdet för löptiden i den nominella skulden förkortades från 3,0 till 2,7 år under 2000 och hölls oförändrat t.o.m. 2004. Avvikelseintervallet, inom vilket Riksgäldskontoret får besluta, har sedan införandet 2000 uppgått till $\pm 0,3$ år. Intervallet ger Riksgäldskontoret ett visst utrymme för strategiska positioner baserade på bedömningar av den långsiktiga ränteutvecklingen. Om kontoret avser att avvika från riktvärdet, skall avvikelsen motiveras och de kostnads- och riskmässiga effekterna redovisas. Detsamma gäller om Riksgäldskontoret väljer att inte avvika från riktvärdet.

Under 2004, liksom under tidigare år, valde Riksgäldskontoret att inte ta några positioner i förhållande till riktvärdet på 2,7 år. Som skäl anför kontoret att med uppåt lutande avkastningskurva är en löptidsförlängning dyr i det korta perspektivet. Skillnaden mellan korta och långa räntor var stor, samtidigt som få förväntade sig en kraftig ränteuppgång. Skäl att ta en strategisk position på stigande räntor fanns därför inte, ansåg Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontoret tillämpade under 2004, på samma sätt som under tidigare år, skilda löptider i de nominella skuldslagen. Den nominella skuldens sammanvägda löptid på 2,7 år uppnåddes genom löptid 2,9 år i den nominella kronskulden och 2,3 år i valutaskulden. I syfte att upprätthålla en likvid svensk avkastningskurva justerades dellöptiderna i maj 2004 till 3,0 år i kronskulden och till 2,0 år i valutaskulden.

Den genomsnittliga löptiden i den nominella skulden har legat över riktvärdet på 2,7 år under 2004, främst till följd av kraftigt fallande räntor. Svenska marknadsräntor sjönk med nästan en procentenhet under 2004. Även ett minskat lånebehov jämfört med prognos bidrog till att pressa upp den genomsnittliga löptiden. Avvikelsen förklaras av variationer i dellöptiden för kronskulden som p.g.a. sin storlek är svår att anpassa till snabbt varierande räntenivåer.

Riksgäldskontoret har som policy att inte vidta kortsiktiga åtgärder för att justera löptiden. Justeringar sker i stället via låneplaneringen, som offentliggörs tre gånger per år, så att löptiden återförs mot målet utan drastiska förändringar i obligationsupplåningen.

I november 2004 sänktes emissionsvolymerna i nominella statsobligationer från 4 till 3,5 miljarder kronor per auktion i syfte att korta löptiden i den nominella kronskulden till 2,5 år som en anpassning till riktlinjebeslutet för 2005.

Diagram 4.2: Löptidsutveckling för den nominella skulden 2004 (löptid, antal år).



Källa: Riksgäldskontoret.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen anser att möjligheten att ta positioner i förhållande till riktlinjernas löptidsriktvärde bör utnyttjas restriktivt. Ett skäl skulle kunna vara om avkastningskurvan eller räntenivån väsentligt avviker från vad som kan betraktas som en långsiktigt neutral nivå. De skäl som Riksgäldskontoret anför för att inte avvika från regeringens riktlinjer 2004 är godtagbara och föranleder ingen annan bedömning från vår sida.

Det huvudsakliga skälet till olika löptid i den nominella kronskulden och valutaskulden är att det krävs en högre löptid i den nominella kronskulden än 2,7 år för att upprätthålla likviditeten i marknaden längs hela avkastningskurvan. En högre löptid i kronskulden gör det möjligt att emittera en större andel obligationer i långa löptider. Regeringen bedömer att Riksgäldskontoret på detta sätt främjar likviditeten i obligationsmarknaden, vilket på sikt bör bidra till lägre upplåningskostnader för staten.

För övrigt är de kostnads- och riskmässiga effekterna av olika löptid i nominell kronskuld och valutaskuld små. Om avkastningskurvan i Sverige har samma lutning som avkastningskurvorna utomlands, är någon uppdelning av löptiden inte nödvändig av kostnadsskäl. Om däremot de internationella avkastningskurvorna till övervägande del är brantare än den svenska, vilket kan sägas ha varit fallet under 2004, kan en kortare löptid i valutaskulden förefalla vara mer kostnadseffektivt. De beräkningar som Riksgäldskontoret gjort tyder dock på att det måste till förhållandevis stora skillnader i löptid mellan de olika skuldslagen för att få en markant skillnad i risk- och kostnadsegenskaper.

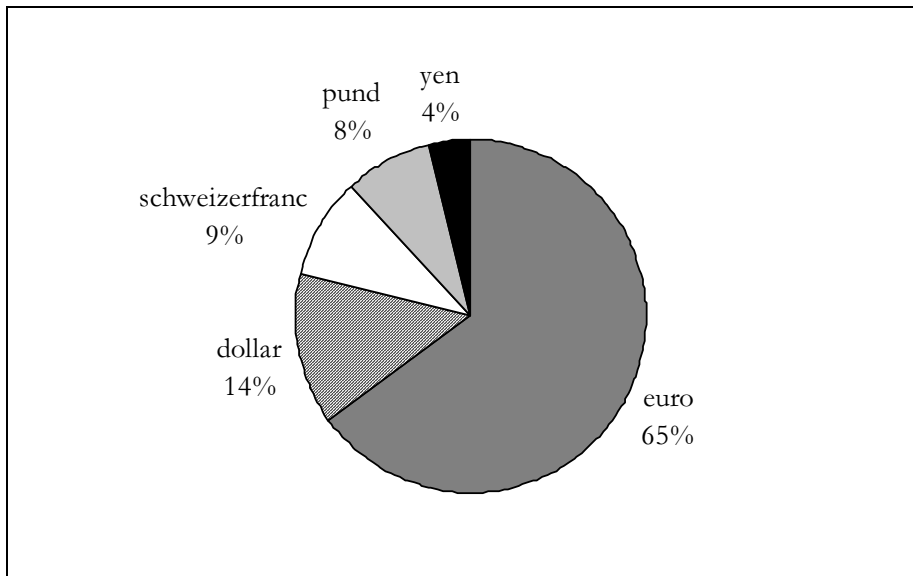
Regeringen noterar att den genomsnittliga löptiden i den nominella skulden legat över riktmärket på 2,7 år under 2004. Avvikelsen hänförs till den nominella kronskulden och förklaras främst av kraftigt fallande räntor under året. Riksgäldskontoret skall å ena sidan ha en god marknadsvård, genom att upprätthålla en likvid obligationskurva och stabila emissionsförhållanden på den svenska räntemarknaden, och å andra sidan följa riktlinjernas krav på att hålla löptiden för den nominella skulden nära uppsatt mål.

Regeringen anser att Riksgäldskontorets avvägning mellan marknadsvård och regeringens löptidsriktvärde i stort sett var rimlig under 2004 – särskilt med beaktande de ovanliga ränteförhållanden som utvecklats under året och som ligger utanför kontorets kontroll. Få marknadsbedömare förutsåg utvecklingen med låg inflation och fallande räntor givet de starka fundamenta som råder i svensk ekonomi. I en sådan räntemiljö och med beaktande av att löptiden i kronskulden även under normala omständigheter är svår att detaljstyra, har regeringen inget att anföra mot avvikelsen i löptid gentemot riktmärket under 2004.

4.3 Valutasammansättningen i riktmärket för valutaskulden

<p>Regeringens bedömning: Ökningen av andelen schweizerfranc i riktmärket för valutaskulden, som gjordes under år 2000, har varit lyckosam. Den har sammantaget inneburit en kostnadsbesparing på ca 0,7 miljarder kronor under utvärderingsperioden.</p>
--

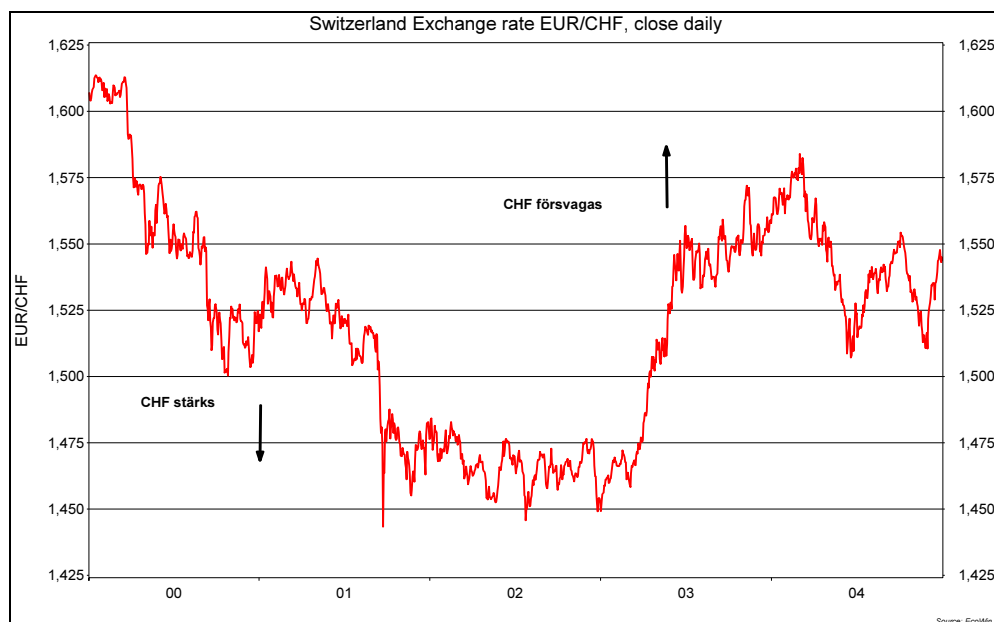
Bakgrund: Skulden i utländsk valuta är fördelad på flera valutor; euro, dollar, pund, yen och schweizerfranc. Regeringen har delegerat till Riksgäldskontoret att bestämma hur denna fördelning skall se ut och Riksgäldskontorets styrelse har fastställt ett riktmärke för valutafördelningen; se diagrammet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



Källa: Riksgäldskontoret.

Syftet med att fördela valutaskulden på flera valutor är alltså att minimera risken för fluktuationer i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor till följd av kursrörelser mellan de i skulden ingående valutorerna. Då Riksgäldskontorets uppgift är att minimera kostnaderna med hänsyn taget till risk är ett sådant riskminimerande riktmärke inte nödvändigtvis det självklara valet. Riksgäldskontoret analyserar återkommande om den valda valutafördelningen är väl avvägd, eller om det finns skäl att göra några förändringar. Ny analys av valutariktmärket görs under 2005.

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



Schweizerfrancen stärktes något under 2004 vilket gav en merkostnad på 150 miljoner kronor. Samtidigt gav ränteskillnaden mellan euroområdet och Schweiz en besparing på 250 miljoner kronor vilket sammantaget gav en kostnadsbesparing på 100 miljoner kronor för 2004.

Omviktningen av riktmärket för valutaskulden har inneburit ränterelaterade besparingar på knappt 1,5 miljarder kronor. Samtidigt innebar en stärkt schweizerfranc valutarelaterade förluster på drygt 0,7 miljarder kronor. Sammantaget har därmed omviktningsen givit en beräknad kostnadsbesparing på ca 700 miljoner kronor under utvärderingsperioden.

Tabell 4.1: Kostnadsbesparingar av omviktningsen i schweizerfranc 2000–2004 (miljoner kronor).

	2000	2001	2002	2003	2004	2000-04
Ränterelaterat	0,3	0,2	0,4	0,3	0,25	1,45
Valutarelaterat	-1,2	-0,5	-0,2	1,3	-0,15	-0,75
Summa	-0,9	-0,3	0,2	1,6	0,1	0,7

Källa: Riksgäldskontoret.

Skälen för regeringens bedömning: Omviktningsen av riktmärket för valutaskulden till förmån för ökad skuld i schweizerfranc är av en annan karaktär än s.k. strategiska valutapositioner (exempelvis dollarpositionen som stängdes under 2003, se avsnitt 4.4 nedan). Förändringen av dollarandelen var att betrakta som en av styrelsen beslutad tillfällig position, medan förändringen av andelen schweizerfranc bör betraktas som att vara av nästan permanent karaktär. Det innebär att ökningen av andelen schweizerfranc slutligt bör utvärderas först då omviktningsen av något skäl neutraliseras, vilket kan ta många år, eller då valutarikemarket på avgörande punkter förändras. Här kan nämnas att Riksgäldskontoret ser

över sammansättningen av valutariktmärket ungefär vart tredje år vilket innebär att nästa översyn infaller 2005.

Regeringen konstaterar att omviktningen till schweizerfranc hittills har varit lyckosam med en beräknad kostnadsbesparing på sammanlagt 0,7 miljarder kronor. Det kan också konstateras att den ränterelaterade kostnadsbesparingen stabilt har genererat runt 0,3 miljarder i vinster årligen medan de valutarelaterade flödena har varit betydligt mer volatila. De vinster som kan uppnås i upplåning i lågräntevalutor kan därmed lätt utvärderas vid snabba och permanenta skift i valutakurser. Hittills har dock Riksgäldskontorets bedömning att ränteeffekten skulle dominera visat sig vara riktig.

Regeringen avser inte att ta upp omviktningen till schweizerfranc i kommande utvärderingar igen med mindre än att den slutligt skall utvärderas eller att något extraordinärt har inträffat.

4.4 Strategiska valutapositioner

Regeringens bedömning: Regeringen har inget att anmärka mot att Riksgäldskontoret inte har tagit några nya strategiska positioner under 2004.

Bakgrund: Riksgäldskontoret avvecklade under 2003 den strategiska valutapositionen i dollar som ingicks i slutet av december 2000. Positionen uppgick till 24 miljarder kronor (motsvarande 6 procent av valutaskulden) och togs genom att öka andelen skuld i amerikanska dollar på bekostnad av andelen skuld i euro. Dollarpositionen utvärderades i förra årets utvärdering och bedömdes ha utfallit med mycket gott resultat. Sammantaget innebar positionen en vinst på 4,5 miljarder kronor, dvs. lägre räntekostnader på valutaskulden och följaktligen ett lägre upplåningsbehov i svenska kronor⁶.

Riksgäldskontoret har inte tagit några nya strategiska positioner under 2004.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen anser att strategiska valutapositioner bör utvärderas på samma sätt som Riksgäldskontorets operativa valutaförvaltning dvs. genom att faktiska kostnader jämförs med valutariktmärkets hypotetiska kostnader. Avvikelsen från riktmärket anger i marknadsvärdestermerna om den strategiska valutapositionen lett till besparingar eller fördyringar.

Den strategiska valutapositionen i dollar är ett gott exempel på när Riksgäldskontoret anpassar sin upplåning och skuldförvaltningsstrategi till rådande marknadsläge. Regeringen konstaterar att den analys som låg bakom Riksgäldskontorets beslut att ta position i dollar vilade på solid grund och att den i allt väsentligt även visat sig korrekt i efterhand. Det är glädjande att den strategiska dollarpositionen avvecklades med en vinst motsvarande ca 4,5 miljarder kronor.

⁶ För en mer utförlig beskrivning av dollarpositionen och dess utfall se föregående års utvärdering (Regeringens skrivelse 2003/04:104).

Regeringen konstaterar också att ett sådant marknadsläge som det som gjorde den strategiska dollarpositionen möjlig endast uppstår vid enstaka tillfällen. Det är därmed inte anmärkningsvärt att Riksgäldskontoret inte har tagit några nya strategiska positioner.

4.5 Marknads- och skuldvard i kronskulden

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

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

En väl genomtänkt upplåningsstrategi är en av de viktigaste delarna i marknadsvarlden. Riksgäldskontorets upplåningspolicy kännetecknas av förutsägbarhet och transparens. En strävan är bl.a. att nå goda investerarerelationer i syfte att nå en bred och stabil investerarbas. Prognoser över statens framtida lånebehov och viktiga policybeslut redovisas exempelvis i rapporten *Statsupplåning – prognos och analys* tre gånger per år. Genom att öppet redovisa hur prognoser om lånebehovet, riktlinjer och upplåningens fördelning på olika instrument samverkar, ökar möjligheterna för marknadsaktörerna att bilda sig en uppfattning om statsskuldspolitikens inriktning. Riksgäldskontorets tänkta finansiering annonseras via en allmänt tillgänglig emissionsplan.

På den elektroniska interbankmarknaden (EIM, Saxess Trading), som startade 2001, ställer Riksgäldskontorets återförsäljare priser gentemot varandra i två-, fem-, och tioåriga benchmarklån. EIM anses vara ett gott instrument för pristransparens medan själva riskhanteringen i stor utsträckning görs via mäklare. Återförsäljarna anser att mäklarhandel ger det bästa likviditetsbidraget i interbankshandeln. Telefonhandeln med statsobligationers spelar också en viktig roll. Omsättningen i den elektroniska interbankhandeln utgör omkring 10 procent av den totala interbankhandeln mellan återförsäljarna. Övrig interbankhandel sker via mäklare.

Skälen för regeringens bedömning: Utvärderingen av styrelsens beslut om mål för skuld- och marknadsvard avser främst valet av mål och prioriteringar samt om dessa förväntas leda till de eftersträvade effekterna. Själva utvärderingen av Riksgäldskontorets genomförda aktiviteter inom marknadsvarlden, exempelvis byten och uppköp av realobligationer samt marknadsvardande repor för nominella obligationer och statsskuldväxlar, görs i anslutning till utvärderingen av nominella lån i svenska kronor (avsnitt 5.3).

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

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

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

5.1 Upplåning och skuldförvaltning i utländsk valuta

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta genom de val bland alternativa upplåningsformer som kontoret har gjort. Resultatet av den aktiva förvaltningen i utländsk valuta blev 195 miljoner kronor 2004. För utvärderingsperioden 2000–2004 uppgick resultatet till 879 miljoner kronor. Den aktiva förvaltningen av valutaskulden har därmed uppfyllt det uppställda kvantitativa målet. Regeringen bedömer att Riksgäldskontorets växlingar av utländsk valuta fungerat väl under 2004.

Bakgrund

Upplåning i utländsk valuta

Under 2004 amorterades valutaskulden med 25,5 miljarder kronor. Samtidigt förföll gamla lån i utländsk valuta motsvarande 37,3 miljarder kronor. Valutaupplåningen, dvs. mellanskillnaden om 12,5 miljarder kronor, gjordes dels med direkt upplåning av utländsk valuta, dels med emissioner av obligationer i svenska kronor som sedan genom skuldbytesavtal (swappar) omvandlades till skuld i utländsk valuta (se faktaruta 5.1).

Tabell 5.1: Volymer för de olika upplåningsinstrumenten 2000–2004 (miljarder kronor).

	2000	2001	2002	2003	2004
Förfall av publika lån och privata placeringar	59,3	28,2	35,4	29,5	21,6
Förfall av valutaswappar	-	9,2	18,1	11,2	10,9
Realiserade valutadifferenser	-6,2	12,3	6,7	5,2	4,8
Övrigt	-1,6	4,6	-7,4	-	-
Summa förfall	51,5	54,3	52,8	45,9	37,3
Publika lån och privata placeringar	-	-	33,1	10,6	10,4
Kron-/valutaswappar	24,4	35,0	21,2	10,6	2,2
Statsskuldväxlar i utländsk valuta	-	-	-	-	-
Commercial papers (CP) ¹	-	4,2	-3,3	-0,9	-
Summa upplåning	24,4	39,2	51,0	20,3	12,5
Nettoupplåning	-27,1	-15,1	-1,8	-25,6	-24,8
Övrigt ²	-	-	-	0,2	-0,8
Amortering	-	-	-	-25,4	-25,5

Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Upplåningen via CP avser nettoupplåning, övriga poster avser bruttoupplåning. Under 2004 har ingen bruttoupplåning i CP gjorts.

² Amorteringarna på valutaskulden uppgick till 25,5 miljarder kronor 2004. Nettoupplåningen på 24,8 miljarder kronor ska således justeras med 0,8 miljarder kronor för exponeeringsförändringar i valutaväxlingar som inte fångas av de poster som redovisas i tabellen.

Sveriges begränsade upplåningsbehov och det starka intresset för svenska obligationer i utländsk valuta gav mycket förmånliga lånevillkor för direkt valutaupplåning 2004. Tre nya lån emitterades, främst riktade till mindre placerare i Europa och privatpersoner i Japan, och befintliga dollarlån utökades. Genomsnittskostnaden för upplåningen låg på 28 respektive 29,9 räntepunkter under USD Libor⁷ 2004 vilket var några räntepunkter lägre än 2003.

Tabell 5.2: *Upplåningskostnad för olika upplåningsformer 2000–2004 (räntepunkter under USD Libor).*

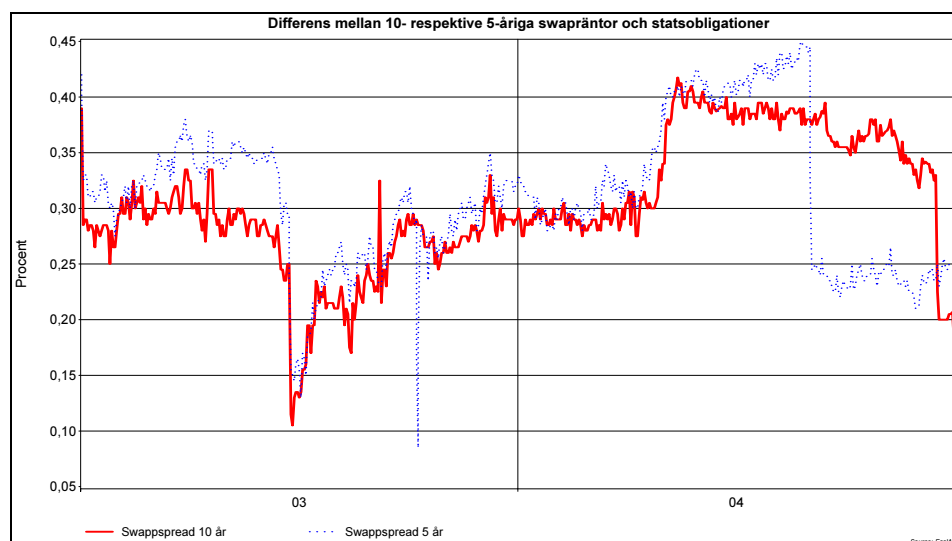
	2000	2001	2002	2003	2004
Kron-/valutaswappar	-66,6	-47,0	-26,6	-28,2	-18,0
Publika lån	-	-	-19,8	-26,9	-29,7
Privata placeringar	-	-	-	-	-28,0
Statsskuldväxlar i utländsk valuta	-	-	-	-	-
Genomsnittlig kostnad¹	-66,6	-47,0	-22,5	-27,5	-27,6

Källa: Riksgäldskontoret.

¹ Genomsnittlig kostnad exklusive statsskuldväxlar i utländsk valuta.

Riksgäldskontoret har under en följd av år, och i stor utsträckning, använt sig av kron/valutaswappar som upplåningsform för valutaupplåning. Detta är en typ av upplåning som innebär att vinster från skillnaden mellan swappräntan och statsobligationsräntan (dvs. swappspreaden) låses in mot den korta låneräntan i euro. Swappspreaden har varierat kraftigt under 2004. En uppgång till nivåer runt 40 räntepunkter under våren 2004 följdes av ett kraftigt fall i slutet året. Kostnaden för att låna i svenska statsobligationer och via swappar byta till skuld i utländsk valuta var 18 räntepunkter under USD Libor 2004, dvs. ett i förhållande till direkt upplåning mindre förmånligt alternativ.

Diagram 5.1: *Swappspread med tio respektive fem års löptid, 2003–04.*



Källa: Ecwin.

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

Hur Riskgäldskontoret väljer att fördela upplåningen i utländsk valuta mellan kron/swappupplåning och direkt upplåning bestäms primärt av upplåningskostnader med hänsyn tagen till risk. Kontoret måste dock i sin avvägning även ta hänsyn till andra effekter, exempelvis i vilken utsträckning ränteswappar kan användas i kronupplåningen. I praktiken begränsas utrymmet för ränteswappar av att Riksgäldskontoret är en stor aktör på kronmarknaden och av rådande marknadsförhållanden. Detta innebär att ju mer ränteswappar som används i valutaupplåningen, desto mindre utrymme blir kvar att använda i kronupplåningen. I avvägningen är kostnaden för direkt valutaupplåning viktig.

Faktaruta 5.1: Riksgäldskontorets swapptersaktioner

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

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

Aktiv förvaltning i utländsk valuta

Riksgäldskontoret har möjlighet att inom väl definierade ramar bedriva en aktiv förvaltning i utländsk valuta, dvs. till skillnad från den nominella kronskulden ägnar sig Riksgäldskontoret åt aktivt positionstagande. Positioneringen baseras i huvudsak på överväganden dels om förväntad ränteutveckling, dels om förväntad valutakursutveckling.

Riksgäldskontorets aktiva förvaltning i utländsk valuta uppgick till 164 miljoner kronor 2004. Kontorets fortsatta valutapositioner för en fallande dollar gav ett positivt resultat på 182 miljoner kronor 2004. Räntepositioner gav däremot ett negativt resultat på 18 miljoner kronor. Kontorets positioner för en större räntespread mellan långa amerikanska och europeiska räntor samt för högre japanska räntor visade sig inte vara framgångsrik under 2004.

Tabell 5.3: Resultat av förvaltningen i utländsk valuta i förhållande till riktmärket 2000–2004 (miljoner kronor). Skr. 2004/05:104

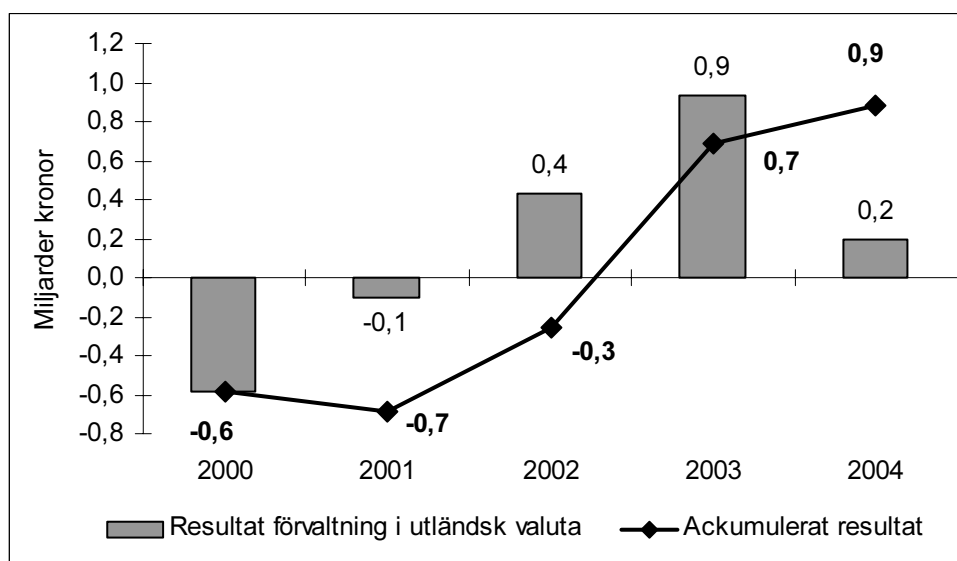
	2000	2001	2002	2003	2004	Hela perioden
Total förvaltning	-584	-103	434	937	195	879
Riksgäldskontoret	-604	-78	392	880	164	754
Varav:						
Räntepositioner	110	83	-78	224	-18	321
Valutapositioner	-714	-161	470	656	182	433
Externa förvaltare	20	-25	42	57	31	125
Informationskvot¹						
Riksgäldskontoret	neg	neg	2,31	2,12	0,72	
Externa förvaltare	0,89	neg	1,40	0,70	0,32	

Källa: Riksgäldskontoret.

¹Informationskvoten anger ett resultat dividerat med volatiliteten (standardavvikelsen) i resultatet.

För att sprida risken i förvaltningen av utländsk valuta samt för att få en uppfattning om hur effektiv den egna förvaltningen är anlitar Riksgäldskontoret sedan 1992 ett antal externa förvaltare. Vid utgången av 2004 var de externa förvaltarna sex till antalet; ABN Amro, Blackrock, Goldman Sachs Asset Management, Pimco Asset Management, State Street Global Advisors samt Bridgewater (fr.o.m. 1 mars 2004). Förvaltarna har samma riskmandat som Riksgäldskontoret. Mandatet bygger på att de förvaltar en hypotetisk referensportfölj på sammanlagt 36 miljarder kronor (6 miljarder kronor var). Spridningen i resultat mellan förvaltarna var ganska stor men resultatet var i genomsnitt positivt, 31 miljoner kronor för 2004. I procent av förvaltat belopp uppgick resultatet till 0,09 med en spridning på -0,06 till 0,36 procent mellan förvaltarna. Riksgäldskontorets resultat uppgick till 0,11 procent.

Diagram 5.2: Resultat av förvaltning i utländsk valuta i förhållande till riktmärket 2000–2004 (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Sammantaget uppgick resultatet i den aktiva valutaförvaltningen till 195 miljoner kronor 2004 och till 879 miljoner kronor för utvärderingsperioden 2000–2004. Såväl valutapositioner som räntepositioner gav ett positivt resultat sett över hela utvärderingsperioden. Skr. 2004/05:104

Riskhantering i den aktiva förvaltningen

Den s.k. informationskvoten används för att mäta riskjusterat resultat genom att beräkna förhållandet mellan resultat och den risk som tas för att uppnå resultatet. Tabell 5.3 ovan visar att Riksgäldskontoret haft högre informationskvoter än de externa förvaltarna dvs. tagit relativt lite risk för uppnådda resultat.

Sedan 2003 bedrivs Riksgäldskontorets aktiva förvaltning i utländsk valuta under ett mandat baserat på s.k. Value-at-Risk (VaR). VaR är ett riskmått som med en viss sannolikhet och under en given tidsperiod anger en maximal förlust. Enligt styrelsens riktlinjer får den sammanlagda risken inte överstiga 220 miljoner kronor i daglig VaR. Utöver detta finns även traditionella positionslimiter. Positionslimiterna är beräknade med utgångspunkt i en hypotetisk referensportfölj vars värde är fixerat till 200 miljarder kronor.

Diagram 5.3: Value-at-Risk, en dags planeringshorisont (95-procentigt konfidensintervall, miljoner kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

I genomsnitt var den aktiva skuldförvaltningens riskposition ungefär 34 miljoner kronor per dag 2004, vilket är något lägre än 2003. Genomsnittligt riskutnyttjande var därmed ca 20 procent av maximalt tillåtna. De externa förvaltarna med högt riskutnyttjande låg på 60–70 procent medan de med lågt utnyttjande låg på 25–30 procent.

Sedan regeringens riktlinjebeslut för 2002 har det varit möjligt för Riksgäldskontoret att växla valuta direkt på marknaden i stället för som tidigare med Riksbanken. Riksgäldskontoret växlade under 2004 valuta för 32,8 miljarder kronor. Det primära syftet med valutaväxlingarna är att hantera de flöden som uppstår till följd av räntebetalningar, lån som förfaller, lån m.m. i utländsk valuta.

Växlingarna fördelas jämnt över tiden så att risken för att växelkursen är oförmånlig vid betalningstillfället minimeras. Riksgäldskontorets styrelse fastställer en relativt jämn växlingsfördelning över året som uppfattas som resultatmässigt neutral i på så sätt ett nollresultat uppnås om banan följs. För att inte skapa onödiga transaktionskostnader krävs därutöver en viss flexibilitet i växlingarna. Riksgäldskontorets styrelse har därför fastställt ett avvikelsemandat på ± 400 miljoner kronor per månad inom vilket transaktioner betecknas som resultatneutrala och innebär att kontoret inte tar några aktiva positioner. Riksgäldskontoret följde under 2004 den kostnadsneutrala banan och avvikelserna översteg inte ± 400 miljoner kronor.

Faktaruta 5.2: Den operativa förvaltningen av valutaskulden

Sedan februari 2000 sköter Riksgäldskontoret valutaförvaltningen med hjälp av två separata portföljer i stället för som tidigare med en enda portfölj. Den ena portföljen, den "passiva", utgör den egentliga valutaskulden och hanteringen av denna avser att på daglig basis placera skulden enligt riktmärkets valutafördelning och löptidsmål. I den andra portföljen, den "aktiva", tas positioner inom de limiter som styrelsen fastställt. Uppdelningen i två portföljer har inneburit en ökad genomlysning och en enklare hantering av den aktiva såväl som den passiva portföljen. Bland annat mäts nu resultatet direkt i de transaktioner som positionerna i den aktiva portföljen tagits med. Den aktiva förvaltningen och dess resultat är därmed frikopplade från hur den passiva portföljen hanteras. I princip skulle aktiv förvaltning enligt nuvarande modell kunna bedrivas även om staten inte hade någon valutaskuld, eftersom den aktiva hanteringen enbart använder sig av derivatinstrument.

De resultat som Riksgäldskontoret uppnår i förvaltningen i utländsk valuta ger en relativt entydig bild av kontorets prestationer. Detta beror på att kontoret fr.o.m. 2000 besluta att lägga stora och strategiska positioner vid sidan av den aktiva portföljen (se avsnitt 4.4) och därmed undviker man att den aktiva portföljen tyngs av stora och orealiserade resultat. Förvaltningsresultatet störs inte heller av marknadspåverkande effekter eftersom kontorets agerande knappast har någon inverkan på räntebildningen i utländsk valuta.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen bedömer att kontoret har bedrivit en kostnadseffektiv valutaupplåning genom de val bland alternativa upplåningsformer som kontoret har gjort. Den kostnadsfördel som tidigare kunnat uppnås genom användande av skuldbytesavtal har successivt minskat. Samtidigt har villkoren på den internationella kapitalmarknaden förbättrats. Här har även det faktum att Sverige för närvarande innehar högsta kreditbetyg hos samtliga kreditvärderingsinstitut, för såväl inhemsk upplåning som upplåning i utländsk valuta, inverkat.

Regeringen konstaterar att Riksgäldskontoret utnyttjat dessa möjligheter genom att minska swapp-upplåningen till förmån för mer kostnadseffektiv direktupplåning i utländsk valuta (se faktaruta 5.1). På så sätt har kontoret även i denna del agerat i enlighet med det övergripande uppdraget om kostnadsminimering.

Målet för den aktiva förvaltningen är att uppnå kostnadsbesparingar. Besparingen blev 195 miljoner kronor för 2004 och 879 miljoner kronor för utvärderingsperioden 2000–2004. Därmed har Riksgäldskontoret uppfyllt uppställda kvantitativa mål.

De riskmått som redovisats, Value-at-Risk och informationskvoten, indikerar att Riksgäldskontorets resultat inte har uppnåtts till priset av ett högre risktagande jämfört med de externa förvaltarna. Snarare är det så att kontorets uppnått ett bättre resultat trots lägre risktagande.

I tidigare utvärderingar har regeringen kunnat konstatera att Riksgäldskontoret varit generellt sett bättre på att förutse ränteutvecklingen på olika marknader än att hantera variationer i de positioner som placerats i valuta. För 2004 var det dock resultatet i valutapositionerna som stod för det positiva bidraget till resultatet.

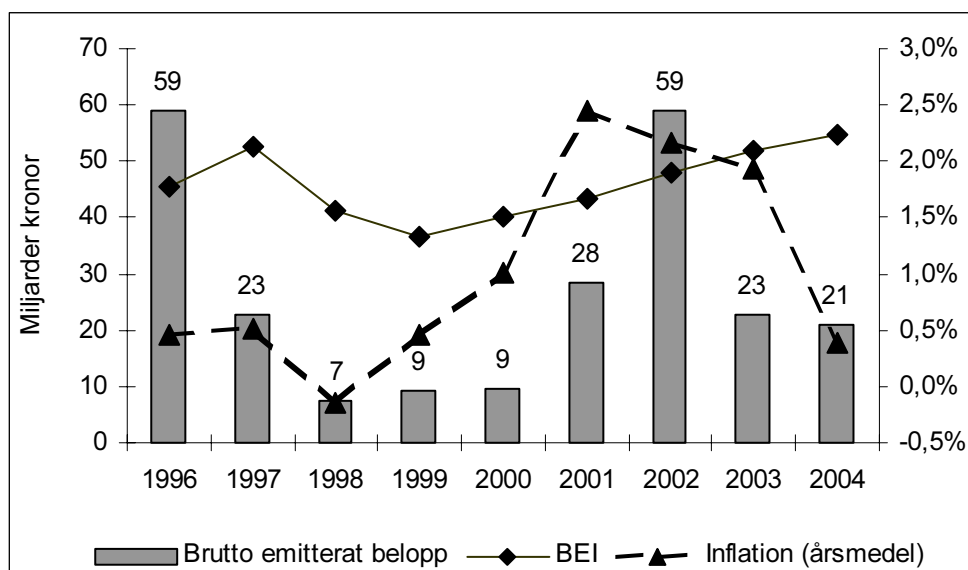
Regeringen bedömer att valutaväxlingarna har fungerat väl. Riksgäldskontoret har växlat valuta i linje med den kostnadsneutrala banan, vilket innebär att inga aktiva positioner har tagits under året.

5.2 Reala lån i svenska kronor

Regeringens bedömning: Regeringen konstaterar att andelen real-skuld, i enlighet med regeringens riktlinjer, successivt ökat under utvärderingsperioden, från 10 procent 2000 till 15 procent 2004. Riksgäldskontoret har uppnått det kvantitativa målet för realupplåningen i svenska kronor, då den reala upplåningen har varit billigare än motsvarande nominella upplåning i svenska kronor både för 2004 och för den femåriga utvärderingsperioden.

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

Diagram 5.4: Bruttovolym sålda realobligationer, break even-inflation (BEI, vägt genomsnitt) och faktisk inflation (miljarder kronor och procent).



Källa: Riksgäldskontoret.

Anm. Emitterat belopp avser vad som brutto sålts vid emissioner och i bytesfacilitet. Nyemissionerna uppgick till 17,7 miljarder kronor 2004.

Under 2004 var efterfrågan på realobligationer i huvudsak god men mattades under hösten 2004. Intresset på andrahandsmarknaden och för Riksgäldskontorets emissioner minskade jämfört med 2003.

Totalt emitterade Riksgäldskontoret realobligationer för 17,7 miljarder kronor 2004. Samtidigt återköptes och såldes realobligationer för 3,4 respektive 3,3 miljarder kronor i kontorets marknadsvårdande bytesfacilitet. Bruttoemissionerna av realobligationer uppgick därmed till 21 miljarder kronor.

Tabell 5.4: Auktioner av realobligationer 2000-2004.

	2000	2001	2002	2003	2004
Såld volym ¹	6,4	11,4	23,4	18,2	17,7
Teckningskvot ²	4,5	4,8	4,4	3,8	2,3
Snittränta ³	3,93	3,64	3,59	2,83	2,38
Break even-Inflation (BEI) ⁴	1,51	1,67	1,90	2,09	2,23

Källa: Riksgäldskontoret.

¹Totalt såld volym i auktionsverksamhet exklusive byten och uppköp.

²Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

³Viktad genomsnittsränta över året vid emissionerna.

⁴Genomsnittlig break even-inflation.

Den relativt starka efterfrågan på realobligationer har avspeglats i fortsatt höga teckningskvoter och för Riksgäldskontoret fördelaktiga räntenivåer i auktionerna. Realobligationerna emitterades på break even-nivåer mellan 2,0 och 2,6 procent, med ett genomsnitt på 2,2 procent. Nivåerna var alltså något över Riksbankens inflationsmål.

Totalt utestående belopp i realobligationer (inklusive inflationskompensation) ökade från 171 till 190 miljarder kronor under 2004. Andelen realobligationer i statsskulden ökade från 14 till 15 procent.

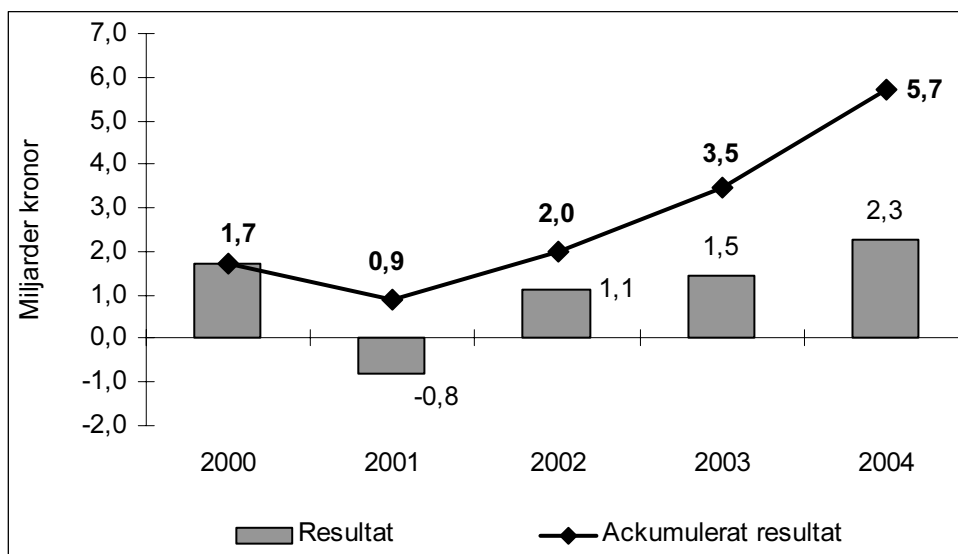
Skr. 2004/05:104

Resultat för upplåningen i realobligationer

Kostnadsbesparingen beräknas som kostnadsskillnaden mellan upplåning i nominella och reala obligationer (se faktaruta 5.3). Måttet är preliminärt. Vad det faktiska resultatet slutligen blir beror på den framtida inflationsutvecklingen fram till dess att reallånen förfaller till betalning, vilket för flertalet reallån är ganska långt fram i tiden. Det ackumulerade resultatet kan således både förbättras och försämrats beroende på inflationsutvecklingen framöver.

Det preliminära resultatet för realupplåningen uppgick till 2,3 miljarder kronor 2004 och till 5,7 miljarder kronor ackumulerat för utvärderingsperioden. Eftersom en stor del av realemissionerna ägde rum under de första åren, kan det vara intressant att följa det ackumulerade resultatet sedan starten av den svenska realobligationsmarknaden. Den samlade kostnadsbesparingen från det att verksamheten inleddes 1994 till idag uppgår till 12,5 miljarder kronor. En ansenlig del av det ackumulerade resultatet beror på förhållandevis låg inflation under tidigare år.

Diagram 5.5: Preliminärt resultat för upplåning i realobligationer fördelat per år och ackumulerat för 2000–2004 (miljarder kronor).



Källa: Riksgäldskontoret.

Hittills har två reallån förfallit, båda emitterade i mitten av 1990-talet. Sammantaget uppgick den realiserade kostnadsbesparingen till 1,7 mdkr. Det goda resultatet för reallån 3002 beror främst att inflationen har fallit kraftigt jämfört med de break even-nivåer som obligationen var emitterad till.

Tabell 5.5: Realiserad kostnadsbesparing real upplåning jämfört med nominell upplåning motsvarande löptid. Skr. 2004/05:104

	2001	2004	För utvärderings- perioden
Kostnadsbesparing	0,2	1,5	1,7
Realobligation	Lån 3003	Lån 3002	
Emitterad	1996	1995	
Lånebelopp (mdkr)	10	22	
	(per 961231)	(per 981231)	
Förfall	2001- 10-01	2004-04-01	

Källa: Riksgäldskontoret.

Anm. Lånebelopp avser högsta utestående belopp av reallån 3002 och 3003 vid respektive årsslut.

Riksgäldskontoret genomför flera aktiviteter i syfte att vårda marknaden för realobligationer. För att främja likviditeten ges exempelvis återförsäljarna av realobligationer möjlighet att, utöver kontorets ordinarie emissionsverksamhet, löpande göra riskneutrala byten av obligationer. Under 2004 minskade aktiviteten i bytesfaciliteten jämfört med 2003. Realobligationer för 3,4 miljarder kronor återköptes och 3,3 miljarder kronor såldes. Under 2004 har även en repofacilitet i realobligationer införts.

Faktaruta 5.3: Preliminärt resultat för realobligationer och Break even-inflation

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

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

Skälen för regeringens bedömning: Realobligationer fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj då de ger möjlighet till ytterligare diversifiering av statsskulden och därmed till en minskad samlad risk i skulden. I regeringens riktlinjer för de senaste åren har angetts att andelen reallån i statsskulden långsiktigt skall öka. Regeringen konstaterar att andelen realskuld successivt ökat under utvärderingsperioden, från 10 procent 2000 till 15 procent 2004. Detta är således i enlighet med regeringens riktlinjer.

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

Det ackumulerade preliminära resultatet för den reala upplåningen uppgick till 5,7 miljarder kronor för den senaste femårsperioden. Resultatet för 2004 var också positivt och uppgick till 2,3 miljarder kronor, det bästa resultat som Riksgäldskontoret uppnått sedan år 2000. Regeringen konstaterar att Riksgäldskontoret har uppnått det kvantitativa målet för realupplåningen i svenska kronor, då den reala upplåningen har varit billigare än motsvarande nominella upplåning i svenska kronor både för 2004 och för den femåriga utvärderingsperioden.

För de reallån som har förfallit har Riksgäldskontoret gjort en realiserad vinst på 1,7 miljarder kronor.

5.3 Nominella lån i svenska kronor

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i statsobligationer och statsskuldväxlar förefaller ha varit framgångsrik och auktionerna har fungerat väl. Regeringens slutsats är, främst baserat på kvalitativa grunder, att Riksgäldskontorets marknads- och skuldvard har bidragit till en mer likvid och effektiv statspappersmarknad samt att Riksgäldskontoret uppfattas som en effektiv och professionell aktör på den svenska räntemarknaden. Åtgärderna kan därmed sägas ha bidragit till långsiktigt lägre kostnader för statsskulden.

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

Finansieringen i nominella statsobligationer minskade till 91 miljarder kronor 2004 jämfört med 105 miljarder kronor 2003. Emissionsvolymen var 4 miljarder kronor per auktion under nästan hela 2004. Tre nya obligationslån introducerades under året med löptid på 17, 10 respektive 5 år. Teckningskvoterna för statsobligationsemissionerna var i genomsnitt 3,17 i budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym. Den ränta som obligationerna i genomsnitt emitterats till uppgick till 4,1 procent 2004, vilket var något lägre än för 2003. Genomsnittet för marknadsräntan 2004 var 4,05 procent vilket innebär att emissionerna under året i genomsnitt gjorts till marknadsmässiga räntor.

Tabell 5.6: Medelvärde för teckningskvot och genomsnittlig emissionsränta för nominella obligationer och för statsskuldväxlar 2000–2004.

	2000	2001	2002	2003	2004
Nominella obligationer					
Teckningskvot ¹	2,24	2,34	2,91	3,16	3,17
Genomsnittlig emissionsränta [%]	5,25	4,90	4,94	4,25	4,1
Statsskuldväxlar					
Teckningskvot ¹	2,90	2,22	2,81	2,29	2,18
Genomsnittlig emissionsränta [%]	4,23	4,03	4,20	3,04	2,24

Källa: Riksgäldskontoret.

¹Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

Statsskuldväxlar används för att parera säsongsmässiga och andra tillfälliga variationer i lånebehovet vilket innebär att emissionsvolymerna varierar kraftigt under året. Under 2004 varierade volymerna mellan 7,5 till 30 miljarder kronor per auktionstillfälle. Stocken av statsskuldväxlar, exklusive kortfristig upplåning med återköpsavtal i statsskuldväxlar, ökade med 15 miljarder under året och uppgick till 259 miljarder kronor i slutet av 2004.

Genomsnittlig emissionsränta i växelauktionerna var 2,24 procent 2004, betydligt lägre än 2003 då räntan uppgick till 3,04 procent. Förhållandet avspeglar primärt Riksbankens sänkning av reporäntan, eftersom dess faktiska och förväntade utveckling är avgörande för växelräntorna. Teckningskvoten föll till 2,18 år 2004 jämfört med 2,29 år 2003. Förhållandet mellan emitterad volym och utbudens volym uppgick till 99,7 procent dvs. endast 0,3 procent av utbudna statsskuldväxlar såldes ej.

Marknads- och skuldvardande åtgärder

Riksgäldskontoret erbjuder sina återförsäljare ett antal tjänster som syftar till att göra statspappershandeln smidigare, bland annat bytesauktioner i syfte att bygga upp likviditeten i nya statsobligationslån. Totalt byttes 64 miljarder kronor 2004. Vidare erbjöds återförsäljare att byta ut nominella icke-benchmarkobligationer mot statsskuldväxlar till en kostnad av 3 räntepunkter. Totalt byttes statspapper för 3,5 miljarder kronor 2004.

Riksgäldskontoret tillhandahåller även en repofacilitet för återförsäljarna för att minska risken att bristsituationer i statspapper ska uppstå. I samband med att kontoret ändrade likviditetshanteringen till ett mer aktivt agerande på repomarknaden ändrades även policyn för repofaciliteten. De marknadsvardande repofaciliteterna är öppna för återförsäljarna oavsett om kontoret har låne- eller finansieringsbehov. Tidigare kvantitativa begränsningar har i huvudsak tagits bort.

Återförsäljarna har också möjlighet att genom reposwappar, där en växel repas ut samtidigt som en annan växel repas in, göra riskneutrala byten av repor i statsskuldväxlar. En nyhet är att reposwappar i nominella och reala statsobligationer har införts under 2004.

Riksgäldskontoret genomförde totalt 66 miljarder kronor i marknadsvårdande repor (motsvarande ca 10 procent av Riksgäldskontorets totala repor) under 2004 vilket är en minskning jämfört med 2003.

Utöver dessa tjänster är Riksgäldskontoret aktivt i diskussioner om utvecklingen av marknaden, exempelvis vad gäller handelssystem och handelstekniker.

Marknadsundersökningsföretaget Prospera redovisade i februari 2005 en undersökning om attityd och åsikter om Riksgäldskontorets upplåning. Undersökningen gjordes på Riksgäldskontorets uppdrag. Sammantaget intervjuades 47 svenska och utländska investerare, sju återförsäljare samt fem andra säljare av svenska statsobligationer. Svarsfrekvensen var 93 procent. Undersökningen är tänkt att upprepas regelbundet. Undersökningen visar att:

- Riksgäldskontorets information om lånebehov, finansiering, emissionsvolym och villkor överlag anses som utmärkt och ger god förutsägbarhet. Riksgäldskontoret värderas generellt högt vid en internationell jämförelse, särskilt av internationella aktörer.

- Försäljningen av nominella statspapper fungerar bra. Vad gäller försäljningsformer och agerande vid auktioner av realobligationer och statsskuldväxlar är betyget lägre men fortfarande på en bra nivå.

- Svenska investerare anser att kontakten med Riksgäldskontoret inte är fullt tillfredsställande. Även lyhörddheten hos Riksgäldskontoret får lägre betyg vilket tycks ha viss koppling till kontorets agerande kring realobligationer och statsskuldväxlar.

- Svenska svarande tycker att likviditeten på andrahandsmarknaden för nominella obligationer är bra. Internationella aktörer ger lägre betyg. Marknaden för statsskuldväxlar bedöms som relativt bra.

- Realobligationsmarknaden får genomgående lägre betyg när det gäller likviditet och prisinformation samt för att räntespreaden uppfattas som stor.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets emissioner av statsobligationer förefaller ha varit framgångsrika; tydliga tecken på detta är övertecknade emissioner, stora budvolym och små ränteskillnader mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna. Även auktionerna i statsskuldväxlar förefaller ha fungerat väl under 2004.

Det är dock svårt att kvantitativt mäta effekterna på lånekostnaderna av den skuld- och marknadsvård som Riksgäldskontoret bedriver. Regeringen har därför låtit sig nöjas med att utvärderingen främst sker i kvalitativa termer.

Regeringens bedömning är att Riksgäldskontorets marknads- och skuldvard har fungerat väl och den har därmed bidragit till en mer likvid och effektiv svensk statspappersmarknad. Åtgärderna kan därmed sägas ha bidragit till långsiktigt lägre kostnader för statsskulden.

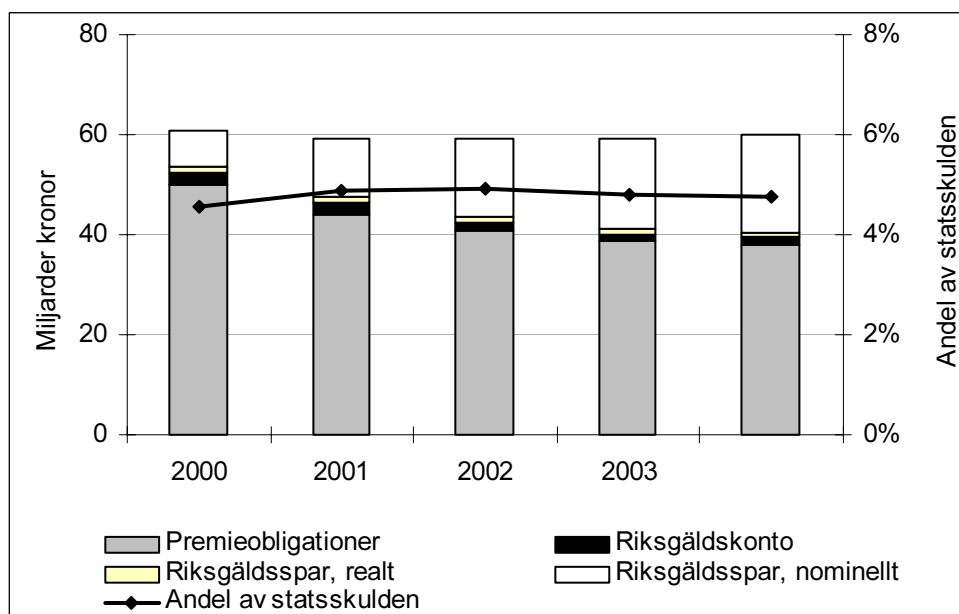
De undersökningar som gjorts ger gott stöd för detta. Riksgäldskontoret uppfattas i allmänhet som en förutsägbar, effektiv och professionell aktör på marknaden och som garant för att svensk obligationsmarknad även i framtiden skall fungera tillfredsställande. Särskilt glädjande är det att kontoret vid en internationell jämförelse förefaller stå sig väl i konkurrensen.

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

Bakgrund: Den totala sparmarknaden för ränteplaceringar, dvs. inlåning på bankkonton, räntefonder och privatobligationer, uppgick till 821 miljarder kronor den sista september 2004. Detta är en ökning jämfört med samma tidpunkt föregående år då räntesparandet uppgick till 786 miljarder kronor. Riksgäldskontorets andel av sparmarknaden för ränteplaceringar uppgick till 7,3 procent 2004, en något högre andel än föregående år.

Riksgäldskontorets upplåning från privatpersoner och mindre placerare har dock minskat kraftigt, från som mest 150 miljarder kronor i slutet av 1990-talet till 60 miljarder kronor 2004. Utvecklingen förklaras i huvudsak av att AllemansSpar avskaffades i juni 1998 och till del av att stora förfall av premieobligationer inte fullt ut vägts upp av nyemissioner. Privatmarknadsupplåningen har under samma tid fallit som andel av statskulden. Under de senaste åren har dock andelen varit i stort sett konstant på knappt 5 procent av statsskulden.

Diagram 5.6: Privatmarknadsupplåning fördelat på olika upplåningsinstrument och som andel av statskulden 2000–2004 (miljarder kronor och i procent).



Källa: Riksgäldskontoret.

Premieobligationerna utgör basen i privatmarknadsupplåningen. Under 2004 emitterades två nya premieobligationslån på sammanlagt 9,5 miljarder kronor. Samtidigt förföll premielån till ungefär motsvarande belopp, vilket innebär att den totala utestående premieobligationsstocken 2004 i princip var oförändrad jämfört med 2003 på drygt 38 miljarder kronor. Utvecklingen utgör ett trendbrott för premielånen eftersom försäljningen under en rad av år understigit värdet på de lån som förfallit. Riksgäldskontoret stod, liksom under 2003, för ungefär hälften av den totala försäljningen gentemot kund. Liksom under 2003 lyckades kontoret minska kostnaderna för försäljningen genom att förhandla ned provisionskostnader till återförsäljarna. Andelen premielån som såldes via internet var för första gången större än försäljningen via telefon. Antalet premiekunder är ungefär en halv miljon.

Det totala antalet kunder i RiksgäldsSpar uppgick 2004 till ca 143 600, en ökning med ca 6 300 kunder. RiksgäldsSpar fortsatte att växa öka volymmässigt 2004, även om ökningen gick långsammare än tidigare. Den totala volymen i RiksgäldsSpar uppgick till 20,4 miljarder kronor vid utgången av 2004, en ökning med drygt 1,5 miljarder kronor jämfört med 2003. Ökningen förklaras av utvecklingen i RiksgäldsSpar utan tidsgräns vars utestående stock uppgick till 11 miljarder kronor 2004. Stocken realla lån inom RiksgäldsSpar har i princip varit oförändrat en miljard kronor under hela utvärderingsperioden.

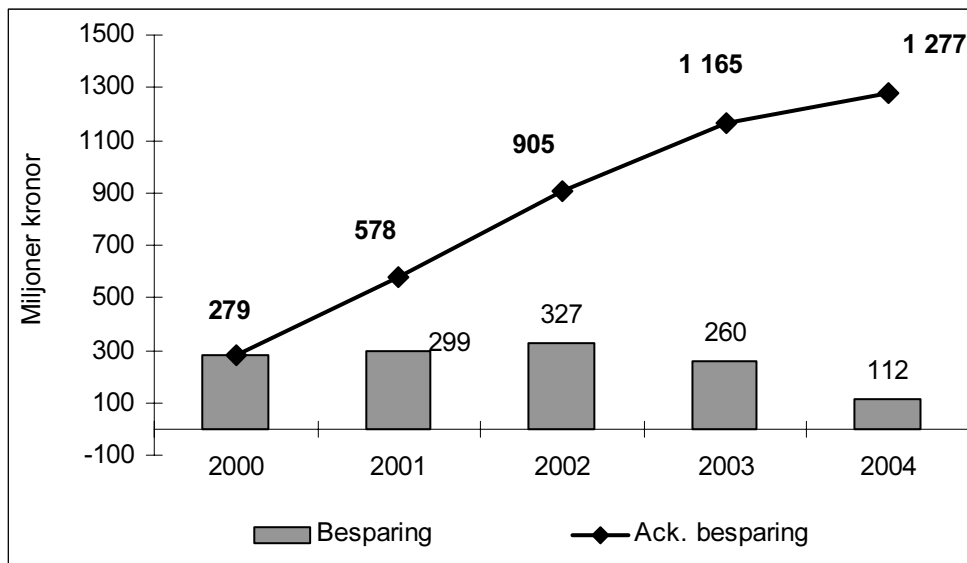
Statspapper för alla, auktionsförsäljning av statspapper till privatpersoner och andra mindre investerare via internet, startade 2002. Kunderna deltar i samma auktioner som de institutionella placerarna och kan från och med 2003 även lägga bud i statsskuldväxelauktionerna. Fr.o.m. januari 2004 öppnades även auktionerna av realobligationer för privatpersoner och mindre investerare. Emmitterad volym ökade från 132 miljoner kronor 2003 till 339 miljoner kronor 2004. Intresset har varit större för växelemissionerna än för statsobligationerna. En förklaring kan vara att de låga räntorna missgynnar längre placeringar, en annan att kundernas kortsiktiga likviditetsplaceringsbehov gynnar växlar på övrigas bekostnad.

Faktaruta 5.4: Utvärderingsmodell för privatmarknadsupplåningen

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

Resultatet för den sammanlagda privatmarknadsupplåningen 2004 uppgick till 112 miljoner kronor jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden. För den femåriga utvärderingsperioden 2000–2004 uppgick det sammanlagda resultatet till närmare 1,3 miljarder kronor. Nästan hela resultatet kan hänföras till premieobligationerna. Resultatet har fallit kraftigt jämfört med tidigare år då äldre lån med höga marginaler förfallit och ersatts med lån till lägre räntor och marginaler.

Diagram 5.7: Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden 2000–2004 (mkr).



För 2004 uppgick kostnadsbesparingen i upplåningen via RiksgäldsSpar till 6 miljoner kronor vilket är en kraftig nedgång jämfört med 2003. Försämringen beror på ökade marknadsföringskostnader och kursförluster vid förtidsinlösen. Det senare beror på att kunderna löst sin inlåning till allt lägre räntor och med marknadsvärdesvinster som följd. Sammantaget uppvisar sparformen 51 miljoner kronor i överskott för utvärderingsperioden.

För sparformen Statspapper för alla uppgick kostnaderna 2004 till totalt 7 miljoner kronor där marknadsföring och systemutveckling var de enskilt största posterna. Merparten av kostnaderna är fasta vilket innebär att marginalkostnaden per tillkommande kund är låg. Sparformen emitteras utan räntemarginal till kapitalmarknaden och kan därmed inte utvärderas enligt samma principer som de specialiserade instrumenten för upplåning på privatmarknaden.

Tabell 5.7: Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden 2000–2004 (miljoner kronor).

Upplåningsinstrument ¹	2000	2001	2002	2003	2004	Totalt
Premieobligationer ²	271	287	317	240	110	1 225
Riksgäldskonto ³	3	2	-	-	-4	1
Riksgäldspar	5	10	10	20	6	51
Summa besparing	279	299	327	260	112	1 277

¹ Jämfört med nollkupongräntestrukturen.

² Avser premielån emitterade från och med 1996.

³ Fr.o.m. 2004 används en ny modell för resultatberäkning och värden för tidigare år är därför inte helt jämförbara. Riksgäldskonto är en gammal sparform som avvecklades i mars 2005.

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

Under utvärderingsperioden 2000–2004 uppgick den samlade kostnadsbesparingen i privatmarknadsupplåningen till närmare 1,3 miljarder kronor, vilket innebär att Riksgäldskontoret uppnått det kvantitativa målet för privatmarknadsupplåningen. Kostnads målet avser även de enskilda låneinstrumenten. Även i detta avseende anses det kvantitativa målet vara uppfyllt då samtliga låneinstrument uppvisade positivt resultat för utvärderingsperioden.

Regeringen konstaterar att det samlade resultatet i privatmarknadsupplåningen i mycket hög grad är beroende av resultatutvecklingen för premieobligationerna. Det är därför tillfredställande att emissionsverksamheten under 2004 varit framgångsrik och att minskningen av premieobligationsstocken tycks ha stannat av. Därtill anser vi att satsningen på Riksgäldspar bör fortsätta. Tillväxten i antalet kunder och sparandevolymer är, även om tillväxttakten avtog under 2004, lovande och indikerar att sparformen håller på att utvecklas till en attraktiv sparform på den svenska sparmarknaden.

Det primära syftet med Statspapper för alla är att Riksgäldskontoret skall nå nya kategorier investerare och att sparformen skall fungera som en brygga mellan institutionsmarknad och privatmarknadsupplåningen. Statspapper för alla måste därför utvärderas på ett annat sätt än instrumenten riktade till icke-institutionella investerare. Den ökade omsättning och aktivitet som redovisas för sparformen är således uppmuntrande men även i detta fall måste marknaden ges tid att mogna. Den inriktning som Riksgäldskontoret redovisar i årsredovisningen förfaller rimlig, dvs. att resurserna för Statspapper för alla koncentreras till de instrument och kundgrupper där möjligheterna till framgångsrik försäljning är som störst.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 14 april 2005

Närvarande: Statsministern Persson, statsråden Ringholm, Sahlin,
Y. Johansson, Sommestad, Nuder, M. Johansson, Holmberg, Orback

Föredragande: statsrådet Pär Nuder

Regeringen beslutar skrivelse 2004/05:104 Utvärdering av statens upplå-
ning och skuldförvaltning 2000-2004