

# Regeringens skrivelse

## 2001/02:104

Utvärdering av statens upplåning och  
skuldförvaltning 1997–2001

Skr.  
2001/02:104

---

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 18 april 2002

*Göran Persson*

*Bosse Ringholm*  
(Finansdepartementet)

### Skrivelsens huvudsakliga innehåll

Regeringen skall senast den 25 april varje år lämna en utvärdering av statsskuldförvaltningen till riksdagen. Utvärderingen lämnas i form av en skrivelse. I årets skrivelse behandlas regeringens riktlinjer för statskuldens förvaltning åren 1999–2001 samt Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning under budgetåren 1997–2001. Utvärderingen av skuldförvaltningen görs på tre nivåer; regeringens riktlinjer, Riksgäldskontorets strategiska beslut om delmål och riktlinjer för den operativa förvaltningen samt kontorets operativa förvaltning av statsskulden.

Utvärderingen av regeringens riktlinjer för 1999–2001 koncentreras till de delar som bedöms som mest intressanta. Regeringens ställningstagande i riktlinjerna för 2001 att reducera valutaskuldens andel av statsskulden har så långt inte uppfyllts. De avsteg som gjorts från den ursprungliga amorteringsambitionen har orsakats av kronkursens svaga utveckling under 2001 och har motiverats av kostnadsskäl. En bedömning av riktlinjerna i dessa delar bör främst diskutera grunderna för regeringens strategiska överväganden och föras i ljuset av den information som fanns tillgänglig vid beslutstillfället. I riktlinjerna för 2000 angavs att riktvärdet för genomsnittlig löptid i den nominella kron- och valutaskulden skulle reduceras från 3,0 år till 2,7 år vid utgången av 2000. Kostnadsbesparingar på grund av den reducerade löptiden beräknas till totalt 1,2 miljarder kronor för 2000 och 2001. Resultatet bör dock tolkas med försiktighet. En djupare utvärdering bör anstå tills en längre utvärderingsperiod föreligger. Regeringens beslut om riktlinjer för 1999–2001 kan anses ha fattats i enlighet med det övergripande målet.

Riksgäldskontoret valde att avvika från riktmärket för amorteringstakt av valutaskulden under 2001. De uppskjutna amorteringarna uppgår till ca 10 miljarder kronor. Riksgäldskontorets motiv och bedömningar i be-

sluten förefaller välgrundade och har till dags dato utfallit fördelaktigt. Kostnaderna i skuldförvaltningen torde därmed ha kunnat reduceras. Kontoret bedöms ha hanterat mandatet för löptiden i den nominella skulden inom ramen för riktlinjerna. Riktlinjen för förfalloprofilen, dvs. att inte mer än 30 procent av statsskulden får förfalla inom de närmaste tolv månaderna, har uppfyllts. På strategisk nivå har därmed Riksgäldskontorets beslut om amorteringstakt av valutaskulden, löptiden i den nominella skulden och förfalloprofilen i statsskulden bedömts som välgrundade och uppsatta mål har uppnåtts.

De strategiska valutapositionerna i schweizerfranc och US-dollar som togs under 2000 har hittills inte utvecklats i den riktning som avsetts. Det är dock för tidigt att utvärdera positionerna. Regeringen avser även inför 2003 närmare förtydliga hur utvärdering av strategiska valutapositioner skall gå till. Den operativa förvaltningen gentemot valutariktmärket uppgick till -0,7 miljarder kronor för utvärderingsperioden. Målet för förvaltningen har därmed inte uppfyllts. Valutaupplåning via skuldbytesavtal beräknas ha gett en besparing på ca en halv miljard kronor per år de senaste åren. Sammantaget visar valutaförvaltningen resultatmässigt en mer splittrad bild än i tidigare utvärderingar.

Resultatet för den reala upplåningen uppgick till 7,7 miljarder kronor för 1997–2001. För 2001 uppgick resultatet till -0,8 miljarder kronor eftersom inflationen steg under året. Det finns även en risk att det oförmåliga emissionsklimatet under 2001 kan komma att bidra till att tynga det kvantitativa resultatet framdeles. Det är dock nödvändigt att väga in fler dimensioner i den slutliga bedömningen av förvaltningsresultatet i real-skulden, såsom riskaspekter och omsorgen om marknaden.

Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i nominella kronor förefaller ha varit framgångsrik. Även resultatet i hushållsupplåningen har utvecklats väl, drygt 1 miljard kronor för femårsperioden. Sparformen Riksgäldspar, som över utvärderingsperioden uppvisar ett underskott, utvecklas nu alltmer i positiv riktning. Riksgäldskontorets mål och operativa riktlinjer för marknads- och skuldvärden av de svenska statspappersmarknaderna bedöms som rimliga. Den mer operativa hanteringen inom ramen för målen bedöms ha bidragit till mer likvida och effektiva nominella och reala statspappersmarknader. Regeringen bedömer därför att målen för verksamheterna inom den nominella skulden och marknadsvärden har uppfyllts. Samtidigt är det angeläget att metoder utvecklas så att fördjupad utvärdering i kvantitativa termer blir möjlig.

Riksgäldskontorets upplåning och förvaltning av statsskulden ger en mer splittrad bild i termer av resultat och måluppfyllelse i förhållande till tidigare utvärderingar. Regeringen finner sammantaget att Riksgäldskontoret förvaltat skulden i enlighet med det övergripande målet för statsskuldförvaltningen.

1	Inledning .....	4
2	Utvecklingen av lånebehovet och statsskulden .....	6
2.1	Lånebehovets utveckling .....	6
2.2	Statsskuldens utveckling .....	7
2.3	Statsskuldens sammansättning .....	8
3	Utvärdering av regeringens beslut om riktlinjer för 1999–2001 ...	12
4	Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut .....	17
4.1	Fördelningen av skulden på olika skuldslag inom ramen för regeringens riktlinjer.....	17
4.2	Durationen för den nominella skulden .....	19
4.3	Valutasammansättning i riktmärkesportföljen för valutaskulden.....	21
4.4	Marknads- och skuldvard i kronskulden .....	24
4.5	Statsskuldens förfalloprofil .....	26
5	Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut .....	28
5.1	Lån i utländsk valuta .....	28
5.2	Reala lån i svenska kronor .....	34
5.3	Nominella lån i svenska kronor.....	39
5.4	Upplåning från hushållen .....	43
6	Bedömning av statens upplåning och skuldförvaltning 1997–2001 .....	46
6.1	Regeringens beslut om riktlinjer .....	46
6.2	Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden .....	47
7	Appendix 1: Principer för utvärdering .....	50

Bilaga: Utdrag ur Riksgäldskontoret årsredovisning för 2001.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 18 april 2002.

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

I regeringens riktlinjer för 2001 återfinns huvuddelen av de mål och riktlinjer som styr statsskuldförvaltningen och hur den skall utvärderas. Där fastställs även att verksamheten skall utvärderas i ett långsiktigt perspektiv och i rullande femårsperioder. I Riksgäldskontorets regleringsbrev återfinns numera endast en hänvisning till regeringens riktlinjer samt några få verksamhetsmål och återrapporteringskrav, t.ex. avseende hushållsupplåningen.

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

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

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

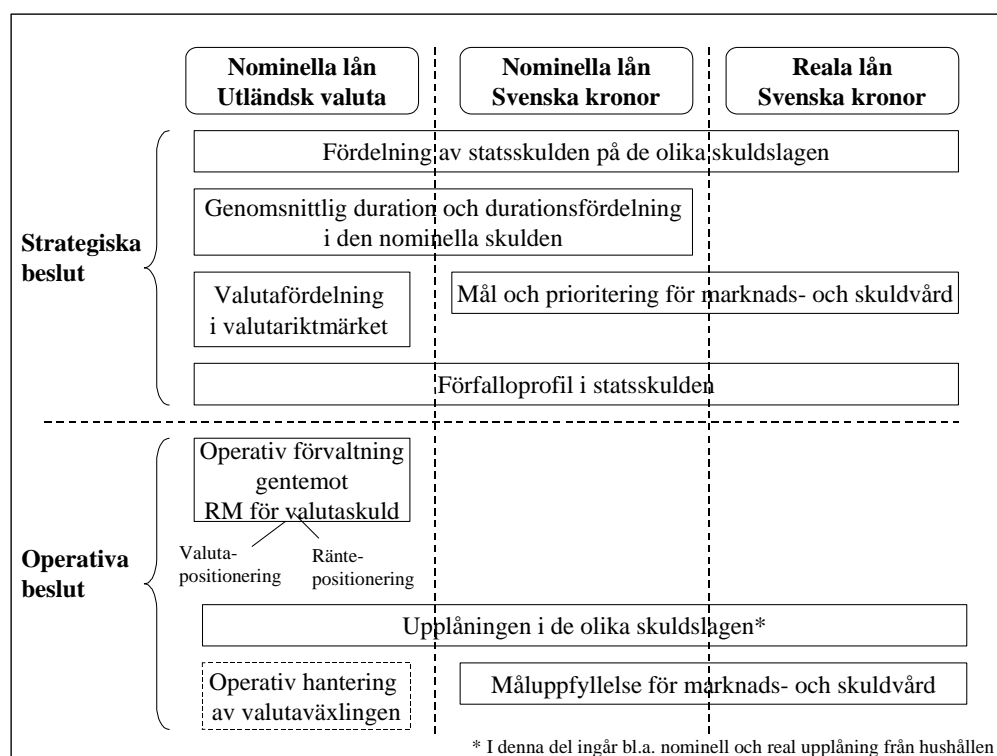
Enligt riksdagens beslut skall utvärderingen ske på olika nivåer. Regeringen skall således utvärdera de beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse såväl som de beslut som fattas på operativ nivå. Vidare skall en utvärdering av regeringens riktlinjer ingå i skrivelsen till riksdagen.

För regeringens del omfattar utvärderingen perioden 1999–2001, eftersom det första beslutet om riktlinjer för statsskuldförvaltningen togs i

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

Årets utvärdering av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning omfattar perioden 1997–2001. Ambitionen är att utveckla en över tiden mer stabil struktur i redovisningen till riksdagen. Syftet är bl.a. att underlätta för läsarna att ta till sig innehållet i skrivelserna. För att nå syftet har ett schema tagits fram som avser att tydliggöra de komponenter som är relevanta i utvärderingen av Riksgäldskontorets verksamhet. Årets utvärdering följer i stort denna uppläggnings. Schemat bör inte övertolkas. Över tiden kan betoning av olika komponenter och delar i utvärderingen skifta samt delar tillkomma och falla ifrån.

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



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

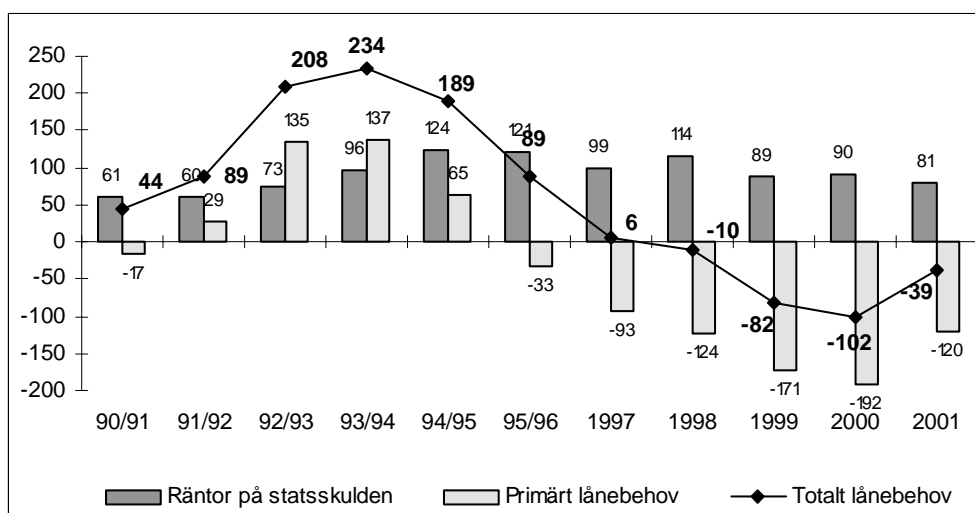
I appendix 1 redovisas principer och metoder för utvärdering av regeringen och Riksgäldskontoret.

### 2.1 Lånebehovets utveckling

Statens totala lånebehov har varierat kraftigt under de senaste tio åren. I början av 1990-talet var lånebehovet svagt negativt för att sedan snabbt öka till 234 miljarder kronor (ca 15 % av BNP) budgetåret 1993/94. Utvecklingen orsakades främst av den djupa lågkonjunktur som drabbade den svenska ekonomin i början av 1990-talet med kraftigt stigande statliga utgifter och vikande skatteintäkter.

Lånebehovet<sup>1</sup> har därefter successivt fallit, främst till följd av en snabbare ekonomisk tillväxt och en sanering av statsbudgeten. Från och med 1998 var lånebehovet återigen negativt, dvs. statsbudgeten visade ett överskott. För 2001 var detta överskott 39 miljarder kronor (knappt 2 % av BNP). Staten har därmed haft budgetöverskott de senaste fyra budgetåren.

Diagram 2.1: Statens lånebehov budgetåren 1990/91–2001, totalt samt fördelat på statsskuld räntor och det primära lånebehovet (miljarder kronor).



Lånebehovet bestäms av det primära lånebehovet och räntebetalningarna på statsskuld. Det primära lånebehovet består i sin tur av statens primära saldo och Riksgäldskontorets nettoutlåning till myndigheter, affärsverk och vissa statliga bolag. Primärsaldot, dvs. nettot av in- och utbetalningar kopplade till statsbudgeten, påverkas i hög grad av den ekonomiska utvecklingen och den finanspolitik som förs. Riksgäldskontorets nettoutlåning påverkas främst av enskilda komponenter, exempelvis införandet av det nya pensionssystemet och CSN:s utlåning. Räntebetalning-

<sup>1</sup> Statens lånebehov är sedan 1997 identiskt med statsbudgetens saldo, dock med omvänt tecken.

arna på statsskulden beror främst på skuldens storlek och egenskaper, det allmänna ränteläget samt kursutvecklingen för den svenska kronan.

År 2001 minskade överskottet i statsbudgeten till 39 miljarder kronor från 102 miljarder kronor 2000. Det primära överskottet för 2001 minskade med 72 miljarder kronor till 120 miljarder kronor. Skillnaden jämfört med närmast föregående år förklaras till stor del av att överskottet 2000 drogs upp av intäkterna från Teliaaffären. Trots svagare tillväxt ökade skattebetalningarna med ca 45 miljarder kronor netto under 2001. Detta förklaras främst av att sysselsättning och löner utvecklats gynnsamt men även av fortsatt stora fyllnadsinbetalningar. En ekonomisk nedgång som sammanfaller med en uppgång i inflationen, vilket var fallet under 2001, har också en mindre dämpande effekt på intäkter från exempelvis moms och punktskatter. Nettoutlåningen uppgick till knappt 25 miljarder kronor 2001, vilket är något mindre än för 2000.

Räntebetalningarna på statsskulden uppgick till drygt 81 miljarder kronor för 2001, vilket är 9 miljarder kronor lägre än 2000. Detta speglar förhållandet att statsskulden fortsatt minska i storlek och att äldre lån med höga kupongräntor gradvis ersatts av lån med kuponger i linje med dagens räntenivåer. Räntorna på lån i svenska kronor har nästan halverats från 74 miljarder kronor 2000 till 44 miljarder kronor 2001. Räntorna för utländska lån och realiserade valutadifferenser har däremot ökat från 16 miljarder kronor 2000 till 38 miljarder kronor 2001. I princip hela ökningen förklaras av den svaga utvecklingen av den svenska kronan.

## 2.2 Statsskuldens utveckling

Förändringar i statsskuldens storlek kan inte helt förklaras av förändringar i lånebehovet för ett givet år. Hänsyn måste tas till faktorer som påverkar statsskulden utan att påverka lånebehovet och tvärt om. Exempelvis tas valutaskulden i den gängse definitionen av statsskulden upp till sitt aktuella värde, dvs. omräknat med bokslutdagens valutakurser. Detta innebär att en förstärkning av kronan minskar valutaskulden och vice versa. Andra 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. I tabell 2.1 redovisas skillnad mellan lånebehovet och förändringen i statsskulden de senaste fem åren.

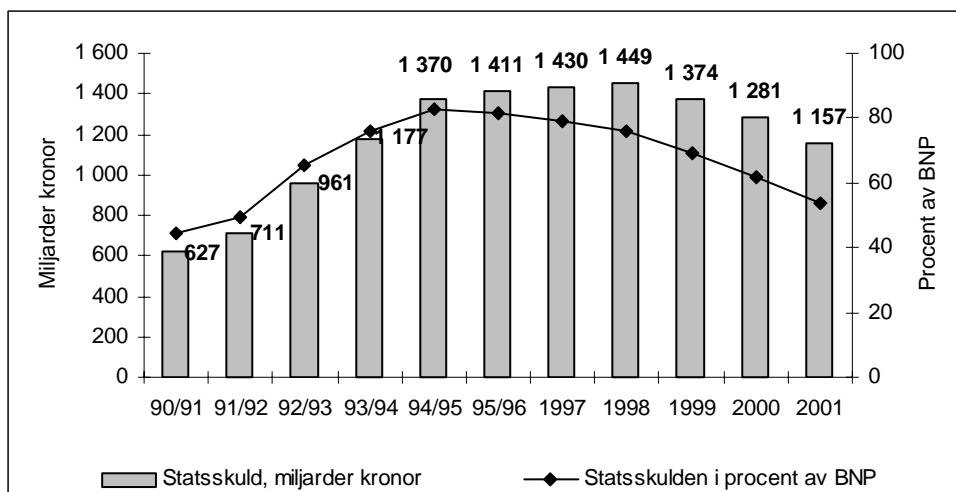
Tabell 2.1: Statens lånebehov och statsskuldens förändring budgetåren 1997–2001 (miljarder kronor).

	1997	1998	1999	2000	2001
Statens lånebehov	6,2	-9,7	-82,0	-101,9	-38,7
Valutaomvärderad statsskuld	13,1	25,4	-2,8	9,2	6,3
Övriga poster, netto	-1,0	3,3	10,1	-0,9	-91,4
Summa	12,1	28,7	7,3	8,3	-85,1
<b>Statsskuldens förändring</b>	<b>18,3</b>	<b>19,0</b>	<b>-74,7</b>	<b>-93,6</b>	<b>-123,8</b>
Förändring i procent av BNP	1,0	1,0	-3,8	-4,5	-5,8

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

Vid utgången av 2001 uppgick statsskulden till 1 157 miljarder kronor (ca 54 procent av BNP), en minskning med 124 miljarder kronor från 2000. Skillnaden gentemot minskningen i lånebehovet på 39 miljarder kronor förklaras av överföringen från AP-fonderna den 1 januari 2001 (statsobligationer till nominellt belopp drygt 68 miljarder kronor) och en extra inleverans från Riksbanken (statsobligationer till nominellt belopp drygt 18 miljarder kronor). Försvagningen av den svenska kronan verkade i motsatt riktning och ökade statsskulden med drygt 6 miljarder kronor.

Diagram 2.2: Statsskulden vid utgången av respektive budgetår 1990/91–2001 (miljarder kronor och i procent av BNP).



### 2.3 Statsskuldens sammansättning

Upplåningen och förvaltningen av statsskulden sker i tre skuldslag.

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

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

I det traditionella skuldbegreppet ingår inte den valutaexponering i utländsk valuta som tas via skuldskötselåtgärder. För att få en rättvisande bild av statsskuldens sammansättning och valutaexponering bör även



skuldbytesavtal<sup>2</sup> i kronor och utländsk valuta samt derivatpositioner som påverkar skuldens valutafördelning och ränterisk beaktas. Det är även i dessa termer, dvs. inklusive skuldskötselåtgärder, som Riksgäldskontorets upplåningsmandat i utländsk valuta och riktlinjerna i övrigt fastställs.

Tabell 2.2: Statsskuldens sammansättning inklusive skuldskötselåtgärder vid utgången av respektive budgetår 1997–2001 (miljarder kronor och i procent av statsskuld).

	1997	1998	1999	2000	2001
Nom. lån i svenska kronor	911	920	874	801	676
<i>Nom. lån i svenska kronor, andel</i>	63%	62%	64%	62%	58%
Reala lån i svenska kronor	92	94	98	102	95
<i>Reala lån i svenska kronor, andel</i>	6%	6%	7%	8%	8%
Lån utländsk valuta, inkl.skuldskötsel	436	459	402	393	404
<i>Lån i utländsk valuta, andel</i>	30%	31%	29%	30%	34%
<b>Statsskuld, inkl. skuldskötsel</b>	<b>1 439</b>	<b>1 473</b>	<b>1 373</b>	<b>1 296</b>	<b>1 176</b>
Statsskuld, exkl. skuldskötsel	1 430	1 449	1 374	1 281	1 157

Källa: Riksgäldskontoret.

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

Andelen upplåning i utländsk valuta växte snabbt i början av 1990-talet, från under 10 procent till knappt 29 procent av statsskulden budgetåret 1994/95. Därefter har andelen legat runt 30 procent av statsskulden. År 2001 uppgick skulden i utländsk valuta till 404 miljarder kronor, vilket motsvarar 34 procent av statsskuldens värde. Den ökade valutaskulden förklaras främst av den svenska kronans svaga kursutveckling under 2001. Skuldskötselåtgärder uppgick till över 180 miljarder kronor vid utgången av 2001, motsvarande ca 45 procent av valutaskulden.

<sup>2</sup> En närmare beskrivning av skuldbytesavtal ges i avsnitt 5.1 Lån i utländsk valuta.

Tabell 2.3: Statsskuldens sammansättning fördelat på skuldslag vid utgången av budgetåren 1997–2001, exklusive och inklusive skuldskötselåtgärder (miljarder kronor och i procent av total statsskuld).

	1997	1998	1999	2000	2001	Andel av statsskuld
Statsobligationer	683	686	679	604	519	44,9%
Statsskuldväxlar	144	226	244	275	251	21,7%
Dagslån	25	11	0	0	13	1,1%
Premieobligationer	61	59	54	50	44	3,8%
Riksgäldskonto	7	6	3	2	1	0,1%
Allemansspar	30	0	0	0	0	-
Riksgäldsspar, nominellt	3	5	6	7	11	0,9%
<b>Nom. lån i svenska kronor</b>	<b>952</b>	<b>992</b>	<b>986</b>	<b>937</b>	<b>838</b>	<b>72,5%</b>
<b>Nom. lån sv. kr., inkl. skuldskötsel</b>	<b>911</b>	<b>920</b>	<b>874</b>	<b>801</b>	<b>676</b>	<b>57,5%</b>
Realobligationer	92	94	97	101	94	8,2%
Riksgäldsspar, realt	0	1	1	1	1	0,1%
<b>Reala lån i svenska kronor</b>	<b>92</b>	<b>94</b>	<b>98</b>	<b>102</b>	<b>95</b>	<b>8,2%</b>
<b>Lån utländsk valuta</b>	<b>386</b>	<b>363</b>	<b>291</b>	<b>241</b>	<b>223</b>	<b>19,3%</b>
<b>Lån utländsk valuta, inkl. skuldskötsel</b>	<b>436</b>	<b>459</b>	<b>402</b>	<b>393</b>	<b>404</b>	<b>34,4%</b>
<b>Statsskuld, exkl. skuldskötsel</b>	<b>1 430</b>	<b>1 449</b>	<b>1 374</b>	<b>1 281</b>	<b>1 157</b>	<b>100%</b>
<b>Statsskuld, inkl. skuldskötsel</b>	<b>1 439</b>	<b>1 473</b>	<b>1 373</b>	<b>1 296</b>	<b>1 176</b>	<b>100%</b>

Källa: Riksgäldskontoret.

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

Nominella lån i svenska kronor utgör traditionellt den viktigaste finansieringskällan för upplåningen av statsskulden. Skuldslagets andel har under femårsperioden svarat för över två tredjedelar av den totala skuldstocken (exklusive skuldskötselåtgärder). Merparten av upplåningen i nominella svenska kronor sker på den inhemska värdepappersmarknaden genom statsobligationer (lån med löptid över ett år) och statsskuldväxlar (lån med löptid i huvudsak under ett år). Den utestående volymen i dessa låneinstrument uppgick 2001 till 770 miljarder kronor exklusive kronswappar. Till kronskulden räknas även dagslånen, depositransaktioner och repor som används för att hantera de dagliga betalningsflödena till och från staten.

I skuldslaget nominella lån ingår även upplåningen på hushållsmarknaden som erbjuder Riksgäldskontoret möjligheter att bredda upplåningen till fler långivare, företrädesvis privatpersoner. Under femårsperioden har upplåningen från hushållen minskat från över 100 miljarder kronor 1997 till 57 miljarder kronor 2001. Detta beror främst på att allemanssparandet avskaffades 1998. Premieobligationerna utgör basen för hushållsupplåningen med en stock som uppgick till 44 miljarder kronor 2001.

Reala lån i svenska kronor fyller en viktig funktion i statens låneportfölj då den bidrar till att diversifiera upplåningen (och därmed minska risken) till ytterligare en typ av finansiering utöver nominell kron- och valutaupplåning. Det finns dessutom skäl att anta att real upplåning har fördelaktiga riskegenskaper, eftersom den inflationskompensation som

utbetalas vid real upplåning i normalfallet samvarierar med konjunkturen och statens budgetsaldo. I en väl fungerande marknad med låga likviditetspremier kan real upplåning även förväntas ge staten lägre upplåningskostnader jämfört med nominell upplåning. Låneformen ger fördelar för investeraren eftersom denne erbjuds en möjlighet att försäkra sig mot inflation genom att staten övertar inflationsrisken. I skuldslaget ingår även den del av RiksgäldsSpar som innefattar reala upplåningsinstrument (uppgick 2001 till 1 miljard kronor). År 2001 minskade stocken realobligationer till 95 miljarder kronor. Nedgången förklaras främst av inleverans av realobligationer i samband med AP-fondsöverföringen i början av året och de begränsade möjligheterna att i större omfattning emittera realobligationer. Samtidigt ökade andelen realobligationer till drygt 8 procent av statsskulden, eftersom skulden minskade kraftigt under 2001.

### 3 Utvärdering av regeringens beslut om riktlinjer för 1999–2001

Skr. 2001/02:104

**Regeringens bedömning:** Regeringens riktlinjebeslut bör utvärderas i ett flerårigt perspektiv och grundas på jämförelser mellan alternativa skuldportföljer. Ambitionen att reducera valutaskuldens andel av statskulden har så långt inte genomförts av kostnadsskäl. Förkortningen av statsskuldens löptid i riktlinjerna för 2000 förefaller även under 2001 ha medfört lägre skuldkostnader utan att risken i förvaltningen ökat mer än marginellt.

**Bakgrund:** Regeringens riktlinjer för statsskuldsförvaltningen 2001 kan sammanfattas enligt nedan;

- Ett treårigt tidsperspektiv anlades i syfte att skapa förutsättningar för framförhållning och långsiktighet i statsskuldsförvaltningen. Riktlinjerna för 2002 och 2003 betraktades som preliminära.
- Valutaskuldens andel av statsskulden bör reduceras.
- Skulden i utländsk valuta skall amorteras med 35 miljarder kronor per år 2001–2003. Från detta riktmärke har Riksgäldskontoret mandat att avvika med  $\pm 15$  miljarder kronor.
- Andelen reallån i statsskulden skall långsiktigt öka. Ökningstakten skall vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.
- Den del av upplåningen som inte täcks av real kronupplåning och lån i utländsk valuta skall täckas med lån i nominella kronor.
- Den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden skall vara 2,7 år  $\pm 0,3$  år för perioden 2001–2003. Löptiden för den reala upplåningen bör vara minst 10 år.
- Upplåningen skall inriktas så att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste 12 månaderna. Högst 30 procent av hela skulden får förfalla inom nämnd period.

I det följande kommer analysen att fördjupas i de delar som bedöms som mest intressanta i utvärderingen av regeringens riktlinjer; dels reduceringen av andelen valutaskuld i statsskulden, dels förkortningen av genomsnittlig löptid i den nominella skulden.

Riktlinjebesluten för 1999 och 2000 syftade i allt väsentligt till att hålla skuldens portföljandelar oförändrade. Inför 2001 fann regeringen däremot att tillräckligt underlag förelåg för att kunna ta ställning till den långsiktiga utvecklingen av skuldens sammansättning och rörelseriktning. Regeringen bedömde att kostnadsargumentet för valutaupplåning hade minskat i tyngd samtidigt som riskerna tydliggjorts. Exempelvis föll den svenska tioåriga räntedifferensen från ca 4,5 procent i mitten av 1990-talet ned till paritet med motsvarande tyska ränta under 2000. Den svenska staten föreföll därmed kunna låna på liknande villkor i kronor och t.ex. i euro.

Det tyngsta argumentet mot valutaupplåning var emellertid de risker som följer av högre räntekostnader och statsskuld i situationer då kronan är svag. En oförmånlig budgetbelastning kan då uppstå t.ex. i ett läge då statsfinanserna redan av konjunkturskäl kan antas vara svaga. Samman-

taget talade övervägande skäl för att valutaskuldens andel av statsskulden skulle minskas.

Inför 2001 bedömde regeringen att statsskulden skulle komma att minska kraftigt som en följd av starka statsfinanser och överföringar från AP-fonderna till Riksgäldskontoret i samband med reformeringen av pensionssystemet. I kombination med ställningstagandet om reducerad valutaandel i skulden motiverade detta en snabbare amorteringstakt än tidigare år. Regeringen ökade därför riktmärket för amorteringstakten till 35 miljarder kronor från de 25 miljarder kronor som varit fallet 1999 och 2000. Samma amorteringsbelopp angavs även preliminärt för 2002 och 2003. Valutaskuldens andel av den totala skulden beräknades därmed successivt kunna reduceras till ca 25 procent 2003. Runt amorteringsriktmärket bedömdes ett intervall på 15 miljarder kronor vara väl avvägt. Regeringen förtydligade också mandatet för Riksgäldskontoret att väga in kostnader och risk i beslut om amorteringstakten. Syftet var att skapa utrymme för att inte i onödan fördyra skuldförvaltningen i lägen då kronans värde bedöms vara svag (och vice versa om kronan bedöms vara starkare än normalt).

I riktlinjerna för 2000 angav regeringen att den genomsnittliga durationen i den nominella kron- och valutaskulden skulle minska, från 3,0 år 1999 till 2,7 år under 2000. Som skäl angavs att en sådan förkortning på längre sikt kan förväntas ge något lägre kostnader samtidigt som risken i förkortningen bedömdes som marginell. Även de mer stabila utsikterna för statsfinanserna talade för att en något kortare löptid och en begränsad ökning av risken i skulden kunde accepteras. Inför 2001 angav regeringen att det inte framkommit några skäl för att ändra riktlinjen för löptiden. Riktvärdet för den genomsnittliga duration i den nominella skulden skulle därför fortsättningsvis vara 2,7 år för perioden 2001–2003 med ett tillåtet intervall uppåt eller nedåt på 0,3 år.

#### **Begreppet duration**

Duration används för att mäta skuldens varaktighet. Skuldens genomsnittliga återstående löptid beräknas genom att väga tiden till varje kassaflöde (kuponger och förfall) med kassaflödets storlek. Tiden till kassaflödena mäts med nuvärdet av kassaflödet. Eftersom nuvärdena av framtida kassaflöden beror på räntenivån är durationen beroende av räntenivån.

### **Skälen för regeringens bedömning**

#### *Sammanställningen av statsskulden*

I riktlinjerna för 2001 beslutade regeringen att valutaskuldens andel av statsskulden skulle minskas och amorteras med 35 miljarder kronor per år 2001–2003. Vid givna antaganden om lånebehov m.m. förväntades detta leda till en reduktion av valutaskulden från 30 procent vid utgången av 2000 till 25 procent 2003.

Under året utvecklades dock valutaskuldens andel i motsatt riktning och steg till drygt 34 procent vid utgången av 2001. Det hänger samman med att TCW-index för kronan försvagades från ca 130 till knappt

140 indexenheter under året. Detta ledde dels till att värdet på valutaskulden ökade, dels till att amorteringarna på valutaskulden beslutades minska till 15 miljarder kronor jämfört med de 35 miljarder kronor som angavs i riktlinjerna. Nedväxlingen i amorteringstakt skedde genom att Riksgäldskontoret valde att anpassa takten nedåt så mycket som intervallet runt riktmärket medgav, på grund av den svaga kronkursen. Regeringen beslutade därför i juli 2001 att justera amorteringsriktmärket till 25 miljarder kronor. Beslutet fattades av kostnadsskäl och i syfte att skapa utrymme för kontoret att ytterligare justera amorteringen nedåt om kronan skulle förbli svag. Riksgäldskontoret utnyttjade mandatet, vilket ledde till en total amortering under året på 15 miljarder kronor.

Regeringen kan konstatera att ambitionen att reducera valutaskuldens andel så långt inte har uppfyllts. I efterhand och mot bakgrund av de beslut som togs under 2001 kan regeringens ställningstagande att öka amorteringstakten till 35 miljarder kronor 2001 framstå som mindre lyckat. Å andra sidan gav regeringen samtidigt ett tydligt uppdrag till Riksgäldskontoret att väga in kronans kurs vid beslut om amorteringstakt inom ramarna för riktlinjerna. I riktlinjerna anges även att riktlinjebeslut kan ändras om grunderna för besluten på ett avgörande sätt skulle förändras. De avsteg som gjorts från det ursprungliga riktmärket har motiverats av kostnadsskäl och av omsorg om att bevara kontorets handlingsfrihet till strategisk kronhänsyn i valutaskuldsförvaltningen.

I linje med de utvärderingsprinciper för regeringens riktlinjer som tidigare fastställts bör en bedömning av amorteringsbeslutet för 2001 främst diskutera de strategiska överväganden som låg till grund för regeringens ställningstagande, om grunderna för beslutet framstått som svaga eller om kursförsvagningen av den svenska kronan under 2001 borde ha kunnat förutses. Diskussionen bör med andra ord föras i ljuset av den information som var tillgänglig vid beslutstillfället. Grunderna för besluten i dessa delar återfinns i riktlinjerna för statskuldens förvaltning 2001 och regeringsbeslut den 12 juli 2001 om ändring av riktlinjer för statskuldens förvaltning år 2001.

I riktlinjerna för 2002 har amorteringstakten reducerats till 15 miljarder kronor för 2002 respektive 25 miljarder kronor för var och ett av åren 2003 och 2004. Detta har gjorts med hänsyn till bedömningar av den svenska kronans kursutveckling och att de statsfinansiella utsikterna inte framstod som lika förmånliga som inför 2001. Med givna antaganden och prognoser om kronkurs m.m. beräknas valutaskuldens andel falla till ca 27 procent vid utgången av 2004. I det perspektivet framstår utvecklingen under 2001 som om regeringens ambition att reducera valutaskulden har fördröjts något år. Under förutsättning att kronan under 2002 stärks, i synnerhet i förhållande till andra halvåret 2001, framstår denna fördröjning i amorteringen av valutaskulden som kostnadsmässigt motiverad även sett i efterhand.

Regeringen kan konstatera att utvecklingen under 2001 väl illustrerar de risker som är förknippade med en stor valutaskuld. Trots amorteringar på 15 miljarder kronor ökade valutaskuldens värde med 12 miljarder kronor under året (inklusive skuldskötselåtgärder). Det kan även konstateras att statsbudgeten torde vara mindre känslig för svängningar i skuldräntor och statskulden i ett läge då skulden fallit från ca 80 procent av BNP vid mitten av 1990-talet till ca 50 procent av BNP i dag. Förutsätt-

ningarna för att hantera ökade ränte- och skuldkostnader vid en försvagning av den svenska kronan borde därmed ha förbättrats. Slutligen kan det konstateras att ett eventuellt deltagande i tredje steget i EMU i princip skulle innebära en halvering av valutaskulden eftersom skulden till ca 54 procent består av lån i euro<sup>3</sup>.

#### *Förkortning av genomsnittlig löptid i den nominella skulden*

I föregående års skrivelse valde regeringen att utvärdera löptidsförkortningen under 2000 mot löptiden i status quo-portföljen från 1999. Den kostnadsbesparing som neddragningen av durationen till 2,7 år gav upphov till jämfördes därför med kostnaden för en portfölj med oförändrad duration på 3,0 år.

I princip kan man tänka sig andra jämförelsenormer, exempelvis genom överväganden med utgångspunkt i marknadsvärden av den svenska kronskulden, statsskulden i ett ALM-perspektiv, internationella jämförelser m.m. Regeringen har dock valt att jämföra löptidsförkortningen med status quo-portföljen vid beslutstillfället. Normen speglar även den duration som varit förhärskande i den nominella skulden under andra hälften av 1990-talet, se tabellen nedan.

*Tabell 3.1: Återstående sammanlagda löptid på den nominella delen av statsskulden vid slutet av respektive år 1995–2000 (år).*

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Duration	3,2	3,2	3,1	3,1	2,9	2,7

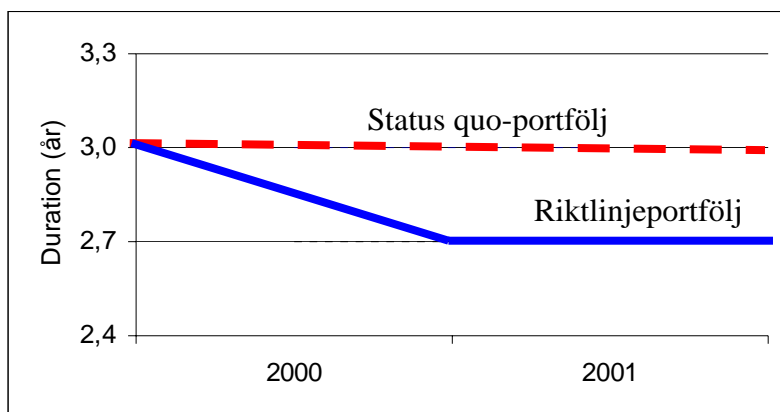
*Källa: Riksgäldskontoret*

Kostnadsskillnaden beräknades utifrån de två förenklade portföljerna och deras respektive durationsbanor. Beräkningarna indikerade att den totala skuldens genomsnittliga emissionsränta vid årets slut var omkring 8 baspunkter lägre vid en duration på 2,7 år än vid en duration på 3,0 år under 2000. I kostnadsbesparing motsvarar detta ca 800 miljoner kronor. Motsvarande beräkning för 2001 gentemot status quo-portföljen indikerar en kostnadsbesparing på ca 3,5 baspunkter, motsvarande ca 400 miljoner kronor.

<sup>3</sup> Se även avsnitt 4.3 Valutasammansättning i riktmarkesportföljen för valutaskulden.

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

Skr. 2001/02:104



Som påpekades förra året bör man vara försiktig med att dra långtgående slutsatser av beräkningarna. Dessa har gjorts med stiliserade portföljer som baserats på förenklade antaganden. Med en positivt lutande avkastningskurva, dvs. att räntorna är högre ju längre löptiden är, kommer en neddragning av skuldens löptid alltid att generera ett positivt resultat. I så måtto kan resultatet att kostnaderna minskat beskrivas som trivialt.

Kostnadsfördelarna måste därför vägas mot den ökning i risk som en förkortning av löptiden innebär. Vid en kortare duration måste en större andel av statsskulden refinansieras varje år. Ränteförändringar får därmed ett större genomslag på emissionsräntorna. Ett kvantitativt mått på refinansieringsrisk har dock inte kunnat beräknas. Löptidförkortningen beslutades med utgångspunkt i ett underlag från Riksgäldskontoret innehållande såväl kvantitativa som kvalitativa argument. Den analysmodell för finansieringsstrategier som användes indikerade möjligheter till en förkortning av löptiden i skulden med en försumbar effekt på risknivån (mätt som volatilitet i emissionsräntorna). Analysen visade även att förkortningen i löptid måste vara avsevärd för att risknivån skulle stiga nämnvärt. En förkortning av riktvärdet för löptiden till 2,7 år bedömdes av regeringen som väl avvägt mellan potentiella kostnadsbesparingar och ökad finansieringsrisk.

Regeringens slutsats är densamma som i föregående års skrivelse. Resultatet bör tolkas med försiktighet men utgör ändå en indikator på att de förväntade lägre emissionsräntorna bör kunna realiseras även när en längre utvärderingsperiod föreligger utan att risken ökat annat än marginellt. Även om 2001 har präglats av turbulens på aktie-, kapital- och valutamarknaderna har den svenska penningpolitiska miljön varit relativt stabil och med en positivt lutande avkastningskurva. Förkortningen av löptiden verkar därmed ha gjorts i ett gynnsamt läge.

I riktlinjerna för 2002 anges att den genomsnittliga durationen för den nominella skulden skall vara 2,7 år för perioden 2002–2004.



## 4 Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska beslut

Skr. 2001/02:104

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

**Regeringens bedömning:** Riksgäldskontoret utnyttjade möjligheterna till avvikelser från angiven amorteringstakt av valutaskulden vid flera tillfällen 2001. Besluten baserades på strategiska bedömningar av kronkursen och på kostnadsskäl. Motiven för besluten förefaller vara välgrundade. Slutlig bedömning av utfallet kan dock ske först då strategiska amorteringspositioner stängs eller efter tillräcklig tid har förflutit.

**Bakgrund:** Inom ramen för regeringens riktlinjebeslut har Riksgäldskontoret möjlighet till strategiska beslut om fördelningen av statskulden mellan de olika skuldslagen. Flexibiliteten följer dels av det valutamandat kontoret har i tillämpningen av amorteringstakten av valutaskulden, dels riktlinjen för realskulden. Den nominella kronupplåningen blir därmed det skuldslag som svarar för resterande upplåning.

Riksgäldskontoret valde att inte avvika från riktlinjen för den reala upplåningen under 2000 och 2001.

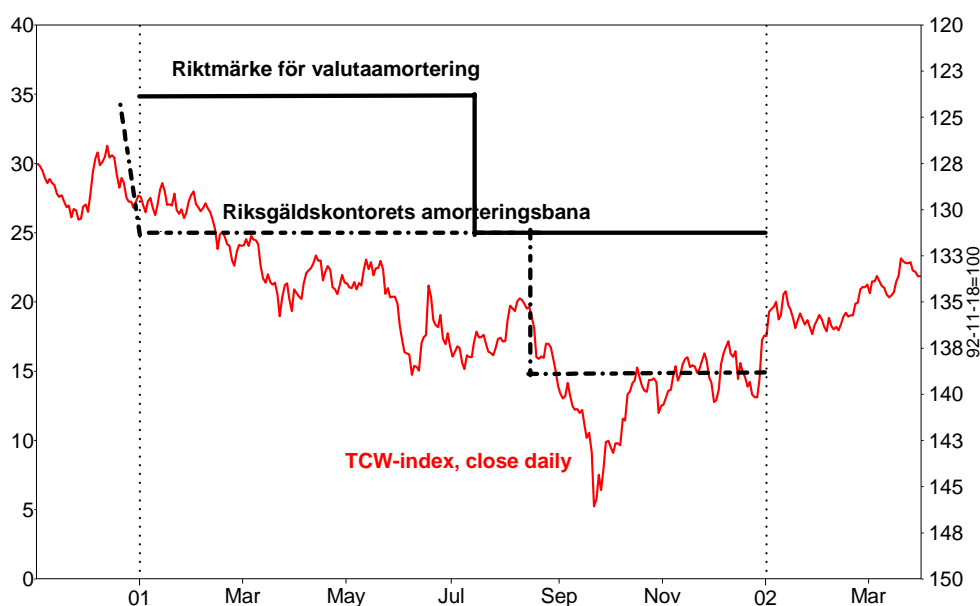
I hanteringen av valutamandatet har Riksgäldskontoret under 2001 försökt väga risken med en hög valutaskuld mot risken att amorteringen sker till en oförmånlig kurs. Den första delen talar för en snabb amortering, den andra delen för en begränsad amortering när kronan är svag. År 2000 valde kontoret att inte väga in kostnader och risk i beslut om amorteringstakten.

Riktmärket för valutaamorteringen var 35 miljarder kronor för 2001 med en tillåten avvikelse på  $\pm 15$  miljarder kronor. Utfallet i valutaamortering blev 15 miljarder kronor. Skillnaden gentemot den angivna amorteringstakten i riktmärket berodde på att kontoret vid två tillfällen (december 2000, augusti 2001) valde att anpassa takten nedåt och att regeringen (juli 2001) valde att sänka riktmärket från 35 till 25 miljarder kronor. Kontorets beslut i augusti 2001 innebar att takten sänktes till 10–15 miljarder kronor för 2001 vilket i praktiken innebar en nollamortering för resten av året.

Riksgäldskontoret motiverade sin reducering av amorteringstakten med kostnadsskäl. Den svenska kronan framstod som svag samtidigt som fundamentala faktorer i den svenska ekonomin talade långsiktigt för en starkare krona. Kontoret bedömde vidare att tillfälliga faktorer, såsom den svaga börsutvecklingen och förväntningar om strategiska omallokeringar till utländska tillgångar, låg bakom kronans svaghet. Då dessa tillfälliga effekter klingat ut bedömdes således att kronan skulle förstärkas de närmaste åren (jämfört med då aktuell kronkurs) och att en långsammare avbetalningstakt i detta läge skulle minska kostnaderna i skuldförvaltningen.

Diagram 4.1: Utvecklingen av TCW-index och beslutade amorteringsbanor för valutaskulden november 2000–2002.

Skr. 2001/02:104



Enligt Riksgäldskontoret är det inte meningsfullt att redan efter ett år kvantitativt analysera besluten att avvika från amorteringsriktmärket. Däremot kan ett räkneexempel baserat på några enkla antaganden indikera de potentiella besparingar och risker som är involverade i överväganden om amorteringstakten. Genomsnittligt TCW-index under 2001 var 136. En återgång till de senaste sex årens snittvärde (TCW 125) skulle innebära en förstärkning på 8 procent. Kontorets beslut att under 2001 avvika från riktmärket med knappt 10 miljarder kronor skulle därmed på lång sikt minska statens lånekostnad med knappt 1 miljard kronor.

Denna potentiella besparing skall dock ställas mot risken att kronan försvagas ytterligare. En genomsnittlig TCW-kurs på 145 och under antagande att valutaamortering under kommande år sker till denna kurs, innebär en förlust på knappt 1 miljard kronor. En förväntad vinst skulle då vändas i en förlust med ungefär samma belopp.

**Skälen för regeringens bedömning:** I riktlinjerna för 2001 förtydligades mandatet för Riksgäldskontoret att beakta kostnader och risk i överväganden om takten i amorteringarna på valutaskulden. Kontoret valde vid flera tillfällen att utnyttja mandatet. För 2001 innebär detta en ackumulerad position i amorteringstakten på ca 10 miljarder kronor (amorteringsutfall 15 miljarder jämfört med riktmärket på 25 miljarder kronor). Avsikten är att amorteringarna skall kunna göras till förmånligare framtida växelkurs så att de realiserade kostnaderna för valutaskulden hålls nere. Man bör dock inte glömma bort att uppskjutna amorteringar även innebär en större valutaskuld och större valutarisk om kursen på den svenska kronan skulle försvagas.

Den slutliga bedömningen av utfallet av de uppskjutna amorteringarna kan ske först då positionen stängs eller efter att viss tid förflutit. En sådan position kan betraktas som stängd då kontoret amorterat motsvarande belopp (i detta fall 10 miljarder kronor) över riktmärket för valutaamorteringen. Alternativt bör uppskjutna amorteringar utvärderas efter att till-

räcklig tid förflutit, t.ex. genom att en hel konjunkturcykel kan överblickas. I praktiken blir de perioder som tillämpas i utvärderingen gränssättande dvs. en slutlig bedömning av positionen bör ske senast efter 5 år. Intill dess en slutlig utvärdering av positioner kan ske bör de ackumulerade positionerna löpande följas och grunderna för beslut om att avvika från amorteringsriktmärket bedömas.

De beslut som Riksgäldskontoret fattat under 2001 förefaller vila på stabil grund. Kontorets bedömningar om kronans utveckling är rimliga och har åtminstone till dags dato utfallit fördelaktigt. Förhoppningarna om att minska kostnaderna i skuldförvaltningen torde således ha infriats. Kontoret har därmed under 2001 agerat i den anda som uttrycks i riktlinjerna om kostnadshänsyn i den strategiska hanteringen av valutaskulden. I riktlinjerna för 2002 genomförs kostnadsminimeringen i valutaskulden än mer konsekvent genom att kontorets uppdrag på strategisk nivå kompletteras med möjligheter till kostnads- och riskhänsyn även på operativ nivå. Detta underlättas av att Riksgäldskontoret fr.o.m. den 1 juli 2002 får möjlighet att valutaväxla med andra motparter än Riksbanken.

Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna för den reala skulden avgörs på operativ nivå. Regeringen har i tidigare års utvärderingar konstaterat att realobligationsmarknaden fungerar mindre väl och att detta skapar osäkerhet om möjligheterna till kostnadseffektiva emissioner av realobligationer. Det kan därför vara svårt att på strategisk nivå ange mer preciserade riktlinjer för hur regeringens beslut skall tillämpas. Övervägande skäl talar för att det är på den operativa nivån som marknadsförutsättningarna vid varje enskilt tillfälle bäst kan värderas.

## 4.2 Durationen för den nominella skulden

**Regeringens bedömning:** Riksgäldskontorets val att inte avvika från durationen i riktlinjerna för den nominella skulden är motiverat. Kontorets strategi med skilda durationer för kron- och valutaskulden kan för åren 1999–2001 anses motiverad jämfört med om den i riktlinjerna angivna durationen använts i båda riktmärkena.

**Bakgrund:** Inför 2001 omformades riktlinjen för löptiden i den nominella skulden för att öka kontorets möjligheter att ta strategiska positioner i förvaltningen. Riktlinjerna reglerar för 2001 endast riktvärdet för den genomsnittliga durationen, medan gränserna för de faktiska variationerna i durationen i den nominella skulden beslutas av kontoret självt. I riktlinjebeslutet angavs följande:

- Riktvärdet för den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden skall vara 2,7 år. Inriktningen för 2002 och 2003 är att durationen skall vara oförändrad.
- Riksgäldskontoret får vid fastställande av riktmärkesportföljer för den nominella skulden avvika från angivet riktvärdet med  $\pm 0,3$  år.

Riksgäldskontoret valde att inte avvika från riktvärdet under 2001. I riktlinjeförslaget inför 2001 bedömde kontoret att en genomsnittlig duration på 2,7 år är en lämplig avvägning mellan förväntade minskade kost-

nader och förväntade ökade refinansieringsrisker som en kortare upplåning medför. Under året tillkom ingen ny information som ändrade den ursprungliga bedömningen.

I riktlinjerna anges att regeringens beslut om förväntade kostnader och risktagande ges på en övergripande nivå och avser skulden som helhet. Riksgäldskontoret valde, såsom tidigare år, att tillämpa skilda löptider i de nominella skuldslagen. Durationsmålet för kronskulden sattes till  $2,9 \pm 0,3$  år och för valutaskulden till  $2,3 \pm 0,3$  år (i genomsnitt  $2,7 \pm 0,3$  år). Beslutet motiverades främst av marknadsvårdsskäl och kontorets strävan att upprätthålla en likvid obligationsmarknad. Samma duration i de båda skuldslagen skulle ha krävt stora förändringar i emissionspolicy eller stora volymer ränteswappar.

Kvantitativa modellberäkningar baserade på marknadsdata för 2001 har genomförts på två schabloniserade portföljer; en portfölj med differentierad löptid 2,9 år respektive 2,3 år i kron- och valutaskulden, en portfölj med löptid 2,7 år i båda skuldslagen. Beräkningen pekar på en försumbar besparing på ca 0,4 baspunkter i portföljen med delad duration. För 2000 visar beräkningarna att en portfölj med delad duration gav högre räntor och volatilitet än en portfölj med samma duration i båda skuldslagen. Motsvarande beräkning för 1999 indikerade marginellt lägre räntekostnad i portföljen med skilda löptider.

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

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

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

**Skälen för regeringens bedömning:** Riktlinjen för löptiden i den nominella skulden för 2001 medgav större möjligheter för Riksgäldskontoret att ta strategiska positioner baserat på långsiktig räntetro på den inhemska marknaden. Kontoret valde dock att inte utnyttja möjligheten att avvika från durationsriktvärdet. För att kontoret skall överväga att avvika från riktvärdet för den nominella skulden skulle ett antal förhållanden behöva förändras kraftigt. Det gäller t.ex. avkastningskurvans lutning eller räntenivån på den svenska obligationsmarknaden. Dessutom skulle förändringarna behöva bedömas bli relativt bestående. Starka skäl för en sådan omsvängning saknas. Regeringen har därför inget att anföra mot kontorets beslut att inte avvika från riktvärdet för genomsnittlig duration.

De kvantitativa beräkningarna för 2001 bekräftar än en gång att skillnader i kostnader och volatilitet mellan portföljer med delad respektive samma duration är små. Regeringen kan konstatera att skild duration av den storlek som studerats sedan 1999 inte ger en kvantitativ grund för en bedömning av kontorets beslut i denna del. Det har å andra sidan inte heller framkommit kvantitativa argument mot en delad duration mellan skuldslagen.

Däremot finns det fler kvalitativa skäl som talar för en skild duration. Riksgäldskontorets strävan att upprätthålla likvida marknader i benchmarklån som i ett marknadsvårdsperspektiv kan motivera en relativt längre duration i den inhemska kronskulden. En förkortning av löptiden i kronskulden skulle här vara förknippad med betydande transaktionskostnader utan att någon fördel i skuldförvaltningen skulle kunna uppnås. Det finns även argument för en relativt kortare duration i valutaskulden eftersom valutaupplåning i olika valutor medför en begränsad exponering för uppgångar i ett enskilt lands räntor. Ränterisken torde därmed vara mindre i en portfölj med många valutor jämfört med en portfölj med endast en valuta, t.ex. kronor.

Riksgäldskontorets strategi med skilda durationer för kron- och valutaskulden för åren 1999–2001 kan därmed anses motiverad.

### 4.3 Valutasammansättning i riktmärkesportföljen för valutaskulden

**Regeringens bedömning:** Det är för tidigt att slutgiltigt utvärdera de strategiska positioner i schweizerfranc och dollar som Riksgäldskontoret tagit. Regeringen avser inför 2003 att förtydliga hur ett övergripande valutariktmarke fastställs och hur kontorets strategiska valuta-positioner närmare kan utvärderas.

**Bakgrund:** Riktmärket för valutaskulden har traditionellt utformats i syfte att minimera risken för fluktuationer i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor till följd av variationer mellan i skulden ingående valutor. I föregående års skrivelse redovisades två undantag från denna riskminimeringsstrategi.

Inför 2000 ökades andelen schweizerfranc (CHF) i riktmärket med 5 procentenheter (från 9 till 14 procentenheter) på bekostnad av andelen euro. Positionen motsvarade ett absolut belopp på ca 20 miljarder kronor. Ändringen baserade sig på observationen att det under de senaste 20 åren varit billigare att låna i CHF än i euro under ca 80 procent av tiden. Riksgäldskontoret bedömde att räntedifferensen skulle bestå samtidigt som detta även fortsättningsvis inte fullt ut skulle motverkas av en förstärkning av schweizerfrancen. Avsteget från riskminimeringen i valutariktmarcket motiverades av att de långsiktiga kostnaderna skulle kunna minska. Positionen avses inte avvecklas med mindre än att CHF inte längre framstår som en stabil lågräntevaluta. Riksgäldskontoret anser därför att positionen inte är meningsfull att utvärdera annat än i ett långt perspektiv.

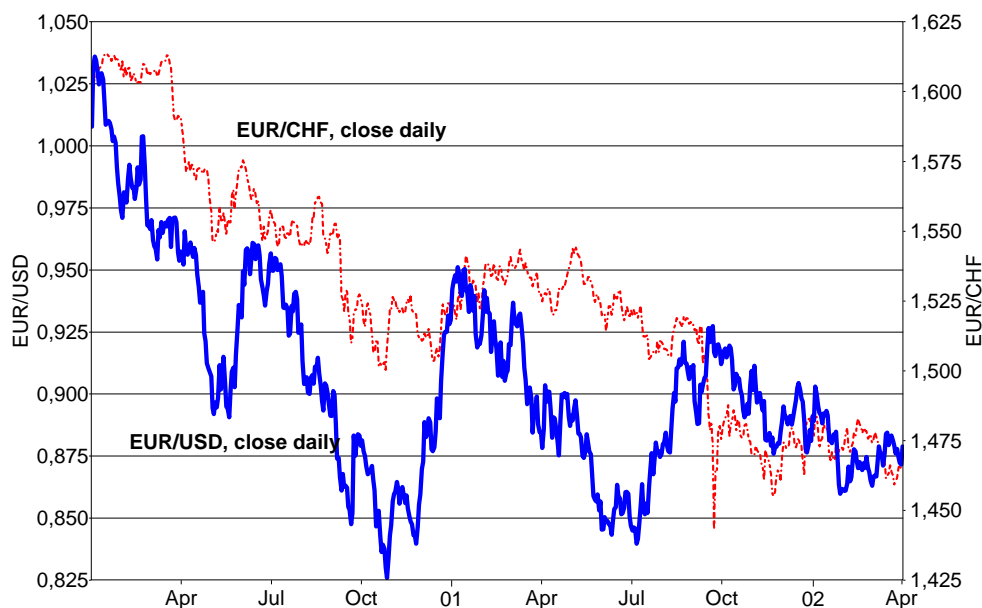
Upplåning i CHF gentemot euron var drygt 1,2 procent lägre under 2001. Samtidigt stärktes CHF mot euron med drygt 2,7 procent. Schweizerfrancen utvecklades särskilt starkt efter händelserna i New York den 11 september 2001. Den realiserade nettoförlusten uppgick därmed till ca 1,5 procent av totalbeloppet, motsvarande ca 300 miljarder kronor. Det ackumulerade värdet för 2000-2001 uppgick till -1,2 miljarder kronor. Andelen CHF har hållits konstant i riktmärket för 2002.

I december 2000 beslutade Riksgäldskontoret att öka andelen dollar med 6 procentenheter (från 14 till 20 procentenheter) på bekostnad av

euron. Dollarn bedömdes vara kraftigt övervärderad mot euron. Analysen baserades på i huvudsak tre faktorer: Skr. 2001/02:104

- Historiskt sett var euro/dollar-kursen extrem.
- Etablerade modeller för jämviktskurser indikerade att dollarn var övervärderad.
- Euro/dollar-kursen bedömdes långsiktigt ohållbar på grund av det stora bytesbalansunderskottet i USA i kombination med en svag börsutveckling.

Diagram 4.2: Valutakurs för EURO/USD och EUR/CHF för 2000–2002.

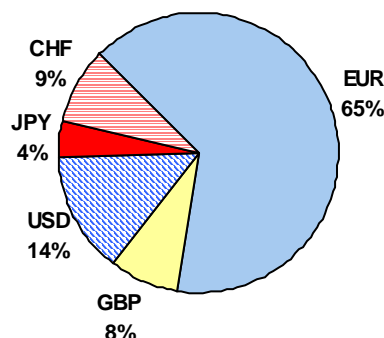


Positionen togs med en horisont på ett till fem år och avses att avvecklas då EUR/USD-kursen närmar sig mer långsiktigt motiverade nivåer. Positionen uppgår till 20 miljarder kronor och genomfördes till en genomsnittlig växelkurs på 0,897 dollar per euro. Det orealiserade värdet på positionen har under året varierat mellan -1 och +1 miljard kronor beroende på utvecklingen i euro/USD-kursen. Vid utgången av 2001 uppgick värdet till ca -300 miljoner kronor. Räntedifferensen mellan USD och euro medförde ökade räntekostnader på 15 miljoner kronor under året.

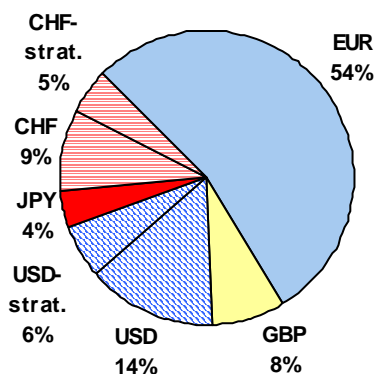
### Riksgäldskontorets riktmärke för valutasammansättningen

Riktmärket för valutaskulden har traditionellt utformats som en valutakorg med en så stor följsamhet mot kronan som möjligt. Syftet har varit att minimera risken för fluktuationer i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor till följd av variationer mellan i skulden ingående valutor. Sedan februari 2000 (se vänster cirkel nedan) gäller ett nytt riktmärke för skulden i utländsk valuta. Andelen CHF ökades på bekostnad av andelen EUR. Styrelsen beslutade även att ersätta det gällande måttet för skuldens ränterisk med måttet duration.

Valutasammansättning 2000



Valutasammansättning 2001, inkl. strategiska positioner



Andelen eurolån, med hänsyn till de strategiska positionerna i schweizerfranc och USD, uppgår till 54 procent. Ett eventuellt medlemskap i valutaunionen skulle i princip innebära en halvering av den nuvarande valutaskulden då euro blir inhemsk valuta.

**Skälen för regeringens bedömning:** Riksgäldskontorets beräkningar av de strategiska positionerna i schweizerfranc och US-dollar pekar på ett negativt värde på 1,2 respektive 0,3 miljarder kronor för 2000-2001. Det kan därmed konstateras att positionerna hittills inte utvecklats i den riktning som avsetts. Resultaten speglar dock utvecklingen över en kort tidsperiod och är orealiserade. Man bör även beakta de motiv och den tidshorisont som ligger till grund för Riksgäldskontorets beslut och det långsiktiga perspektivet i skuldförvaltningen. Det är därför för tidigt att slutgiltigt utvärdera de strategiska positionerna i schweizerfranc och dollar.

Regeringen efterlyste i föregående års utvärdering ett underlag för hur Riksgäldskontorets strategiska och operativa valutapositioner skall utvärderas och hur beslut om ett eventuellt övergripande riktmärke för valutaportföljen skall fattas. Behovet av ett sådant material kvarstår.

Det är inte självklart på vilka grunder en sådan övergripande jämförelsenorm skall utformas. Exempelvis är det med hänsyn till målet för statskuldsförvaltningen naturligt att även väga in kostnader i valet av ett övergripande riktmärke. Detta förutsätter dock att det finns principer och metoder som närmare preciserar en sådan valutaportfölj och där utvärdering av strategiska positioner kan ske. Grundläggande för en övergripande jämförelsenorm är att den skall vara enkelt och tydligt definierad samt över tiden relevant.

Inför 2003 avser regeringen att närmare fastställa hur uppföljning och utvärdering av strategiska valutapositioner framdeles skall hanteras.

Riksgäldskontoret bör därför inkomma med ett underlag i riktlinjeförslaget för 2003. Intill dess avser regeringen att utgå från den riskminimerande portföljen och löpande följa utvecklingen i de strategiska valutapositionerna.

Skr. 2001/02:104

#### 4.4 Marknads- och skuldvard i kronskulden

**Regeringens bedömning:** Riksgäldskontorets mål för marknads- och skuldvarlden är rimliga och relevanta. Kontoret bedöms ha bidragit till att den svenska statspappersmarknaden fortsatt att utvecklas, exempelvis genom att elektronisk handel av statsobligationer har introducerats. Det är viktigt att marknadsvarlden fortsätter att utvecklas, inte minst vad gäller att bredda investerarbasen.

Riksgäldskontoret har inför 2001 förtydligat fördelningen av beslutskompetens mellan strategisk och operativ nivå samt tydliggjort vissa strategiska mål för marknads- och skuldvarlden. Det är angeläget att öka de kvantitativa inslagen, såväl i formuleringen av delmål och riktlinjer för operativ förvaltning som i utvärderingen.

**Bakgrund:** Det övergripande målet för statsskuldspolitiken är att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk. Förutom en väl avvägd fördelning mellan skuldslag och löptider är en väl fungerande statspappersmarknad viktig för att uppnå det övergripande målet. Riksgäldskontoret har som en dominerande låntagare och aktör ett ansvar för att marknaden för statspapper fungerar och utvecklas väl. Marknadsvarldande åtgärder är således av stor betydelse. Åtgärderna syftar till att förbättra funktionssättet och effektiviteten i den svenska räntemarknaden och därmed sänka den absoluta kostnaden för skulden.

Riksgäldskontoret vidtar en rad åtgärder som direkt eller indirekt bidrar till att långsiktigt sänka de absoluta räntekostnaderna. Definitionen av marknadsvard omfattar såväl marknadsvarldande transaktioner som åtgärder som syftar till att förbättra marknadens funktion. Det bör betonas att åtgärder inom marknadsvard i många fall är svåra att utvärdera kvantitativt. Ställningstaganden i dessa frågor baseras i stor utsträckning på kvalitativa analyser och överväganden. Inför 2001 beslutade kontorets styrelse att Riksgäldskontoret skall:

- Fortsätta bedriva en förutsägbar, långsiktig och transparent upplåning. Refinansieringsrisken skall spridas och likviditeten främjas.
- Erbjuda repofaciliteter och byten i syfte att understödja marknadens likviditet.
- I information och kommunikation agera konsekvent, med stor förutsägbarhet och så öppet som möjligt.
- I nära samarbete med marknadens aktörer verka för en ökad andel elektronisk handel på den svenska statspappersmarknaden.
- Verka för att den inhemska investerarbasen för statspapper breddas.

**Skälen för regeringens bedömning:** Som dominerande emittent på den svenska marknaden är det viktigt att Riksgäldskontoret agerar långsiktigt och förutsägbart. Upplåningsstrategin skall vara känd på markna-



den. Den innebär bl.a. att emissionsscheman annonseras i förväg och att obligationsupplåningen koncentreras till ett antal s.k. benchmarklån. På så sätt ökar förutsättningarna för hög likviditet och låg refinansieringsrisk i upplåningen. I samma riktning pekade en utredning av andrahandsmarknaden för statsskuldväxlar som föreslog en koncentration av upplåningen till färre lån för att därigenom främja likviditeten i marknaden. I övrigt bidrar klara spelregler för investerare och återförsäljare till att hålla avkastningskrav och upplåningskostnader nere.

Efter en längre tids förhandlingar startade i maj 2001 en elektronisk handelsplats för interbankhandel i obligationer. Handeln sker som en del i OM:s Saxess-system och har efterhand kommit att omfatta tio-, fem- och tvåårslånen. Introduktionen av den elektroniska handeln har varit framgångsrik. Systemet bedöms därför ha infriat intentionerna att öka konkurrensen och likviditeten på marknaden.

Riksgäldskontoret verkar för att bredda den inhemska investerarbasen. En ambition är att även mindre svenska placerare och kvalificerade hushållskunder skall kunna få tillgång till låneinstrumenten på den svenska statspappersmarknaden, t.ex. via internet. Ambitionen har ännu inte förverkligats fullt ut. Andra delar i detta arbete är att öka mindre placerares kunskap om kontorets produktutbud och att stärka Riksgäldskontoret som varumärke. Introduktionen av RiksgäldsSpar utan tidsgräns har här gett god utdelning och under 2001 resulterat i insättningar om ca 4 miljarder kronor.

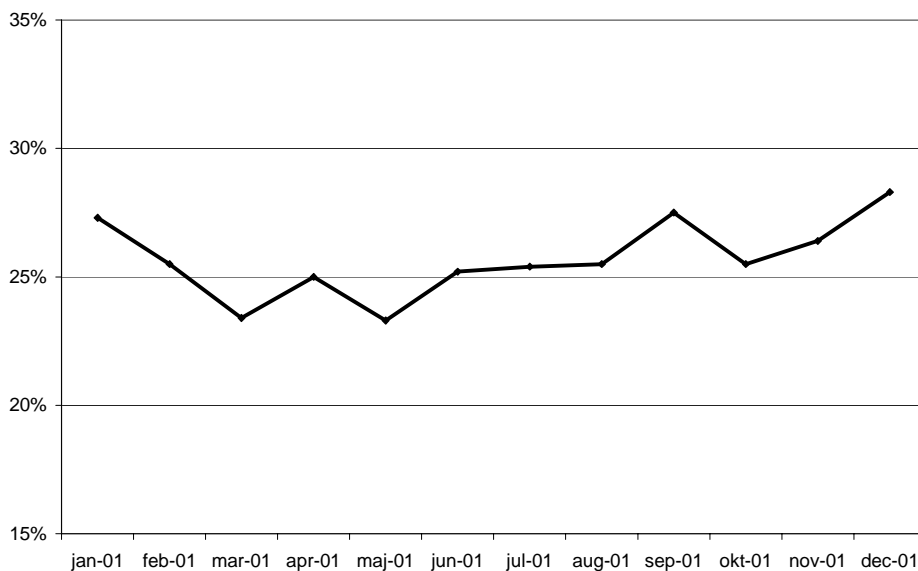
Riksgäldskontoret har inför 2001 förtydligat beslutskompetensen mellan strategisk och operativ nivå i marknads- och skuldvärden. Även de operativa riktlinjerna för skuldförvaltningen har i viss utsträckning konkretiserats. Detta har dock inte skett i den utsträckning att en fördjupad utvärdering av marknads- och skuldvard kan göras. Exempelvis saknas kvantifiering, både i delmålen och i återrapporteringen hur delmålen uppfyllts. Till del speglar detta förhållandet att kvantifieringar på området många gånger är svåra att göra.

Regeringen anser att de mål som satts upp för marknads- och skuldvärden är rimliga och med bäring på att pressa de absoluta lånekostnaderna för statsskulden. Det förefaller som kontoret täckt in de delar som är väsentliga ur ett marknadsvårdsperspektiv. Det är dock fortfarande angeläget att skuld- och marknadsvården inte bara utvärderas i kvalitativa termer utan även i möjligaste mån omfattar kvantitativa beräkningar av effekter på de absoluta kostnaderna. Det är också av vikt att tydliga delmål utarbetas och att metoder och instrument för utvärdering fortlöpande utvecklas.

**Regeringens bedömning:** Riksgäldskontoret har uppnått målet för förfalloprofilen för statsskulden.

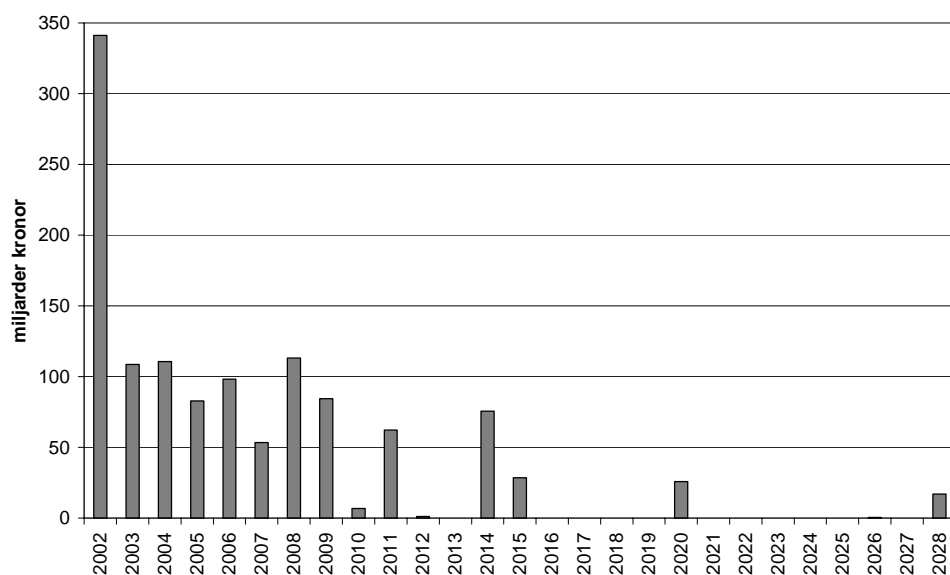
**Bakgrund:** Regeringens riktlinjer om statsskuldens förfalloprofil gäller all upplåning; nominell- och real kronskuld samt valutaskuld, dock inte derivat. Förfallen inom tolv månader påverkas främst av växelstockens storlek och i övrigt främst av förfallande obligationer i svenska kronor samt valutalån. Växelstockens storlek varierar i hög grad med variationer i upplåningsbehovet på kort sikt och är svår att styra. Kontoret strävar efter att hålla en god marginal till den övre gränsen på 30 procent, vilken inte har överskridits under 2001.

Diagram 4.3: Andel skuld i procent som förföll inom 12 månader 2001.



En viss duration kan uppnås på olika sätt. Riktlinjen för den genomsnittliga durationen i den nominella skulden på 2,7 år kan t.ex. uppnås genom att delar av skulden placeras på mycket korta löptider och resten på mycket långa löptider. Förfallen blir då koncentrerade i tiden och upplåningskostnaderna beroende av de just då rådande räntevillkoren. Förfalloprofilen vid årets utgång återfinns i diagrammet nedan.

Diagram 4.4: Förfalloprofil för den samlade statsskulden den 31 december 2001. Skr. 2001/02:104



**Regeringens bedömning:** Riktlinjen för 2001 angav att högst 30 procent av statsskulden får förfalla inom de närmaste tolv månaderna. Riksgäldskontoret skall inrikta upplåningen så att inte mer än 25 procent förfaller inom nämnda period. Förfallen har, som diagram 4.2 visar, hållit med en relativt stor marginal till taket på 30 procent. Riksgäldskontoret har därmed uppnått målet för förfalloprofilen.

I riktlinjebeslutet för 2002 konstaterade regeringen att riktlinjen för förfalloprofilen inte i alla delar var ändamålsenligt utformad. I vissa delar hindrades kontoret i sin strävan att undvika kostsamma åtgärder vid kortfristiga svängningar i förfalloprofilen. Slutsatsen blev att taket på 30 procent togs bort men att inriktningen på att inte mer än 25 procent av skulden bör förfalla inom tolv månader behölls. I övrigt skall kontoret eftersträva en utspridd förfalloprofil i statsskulden.

## 5 Utvärdering av Riksgäldskontorets operativa beslut

Skr. 2001/02:104

### 5.1 Lån i utländsk valuta

**Regeringens bedömning:** Riksgäldskontoret har bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta jämfört med de alternativa låneformer som står till buds. Målet för den operativa förvaltningen av valutaskulden har däremot inte uppfyllts.

#### Bakgrund

##### *Upplåning av utländsk valuta*

Det samlade refinansieringsbehovet uppgick till 54,3 miljarder kronor för 2001. Under året förföll för första gången valutaswappar till betalning (till ett värde av drygt 9 miljarder kronor). Kronans försvagning under året medförde realiserade valutadifferenser på förfallande skuldförbindelse med drygt 12 miljarder kronor. Nyupplåningen uppgick till 39,2 miljarder kronor och togs främst via skuldbytesavtal (kron/valutaswappar, se även fördjupningsruta). Kontoret får på detta sätt dels lägre kostnader jämfört med alternativa upplåningsformer, dels ökad likviditet på den inhemska statspappersmarknaden via ökade emissionsvolymerna i obligationslån. Den faktiska nettoamorteringen uppgick till 15,1 miljarder kronor.

Trots amorteringen på 15 miljarder kronor ökade valutaskulden från 387 miljarder kronor till 404 miljarder kronor under 2001. Detta förklaras av försvagningen av den svenska kronan under året.

*Tabell 5.1: Volymerna för de olika upplåningsinstrumenten 1997–2001 (miljarder kronor).*

	1997	1998	1999	2000	2001
Förfall av publika lån och private placement	55,6	64,4	64,7	59,3	28,2
Förfall valutaswappar.	-	-	-	-	9,2
Realiserade valutadiff.	-3,1	10,4	-6,2	-6,2	12,3
Övrigt	0,4	-1,9	1,4	-1,6	4,6
<b>Summa refinansiering</b>	<b>52,9</b>	<b>72,9</b>	<b>59,9</b>	<b>51,5</b>	<b>54,3</b>
Skuldbytesavtal	20,6	30,7	40,0	24,4	35,0
Publika lån	34,1	34,2	22,3	-	-
Private placements <sup>1</sup>	15,8	1,9	-	-	-
Commercial paper <sup>2</sup>	-20,1	-20,3	-25,7	-	4,2
<b>Summa upplåning</b>	<b>50,4</b>	<b>46,5</b>	<b>36,6</b>	<b>24,4</b>	<b>39,2</b>
<b>Nettouplåning</b>	<b>-2,5</b>	<b>-26,4</b>	<b>-23,3</b>	<b>-27,1</b>	<b>-15,1</b>

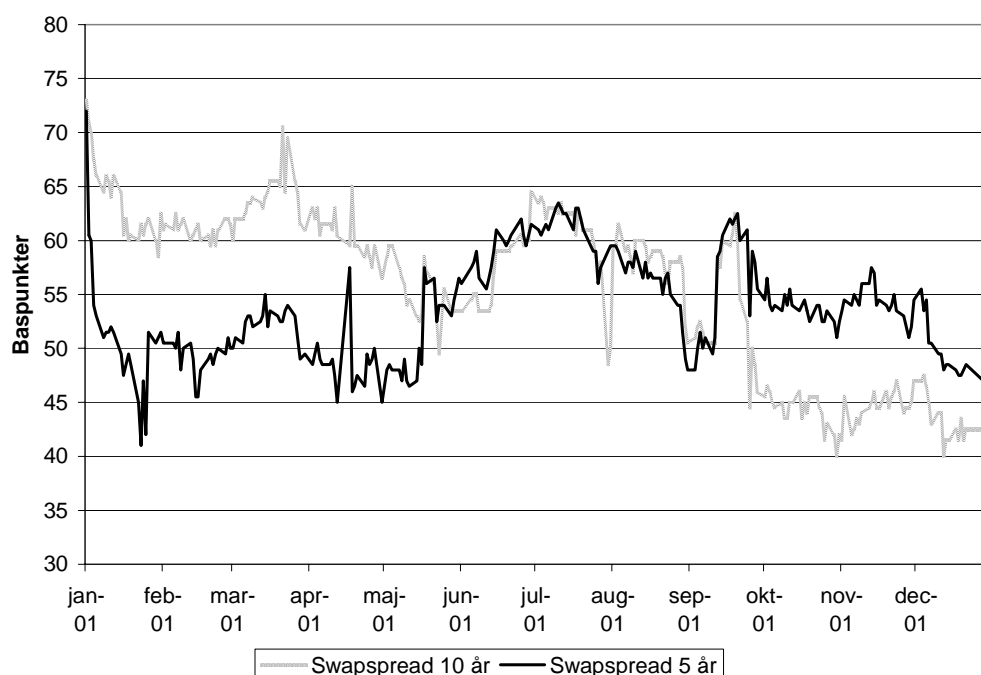
<sup>1</sup> Private placement; Avser lån riktade direkt mot en investerare.

<sup>2</sup> Upplåningen via commercial paper avser nettouplåning medan övriga poster avser bruttouplåning. Uppgifter för åren 1997 och 1998 reviderade från föregående år.

Upplåningskostnaderna har kontinuerligt minskats under utvärderingsperioden genom att valutaupplåningen i allt större utsträckning sker genom skuldbytesavtal. Kostnadsbesparing sker genom att Riksgäldskontoret betalar en ränta för den statsobligation som emitteras och via skuldbytesavtalets kronben erhåller en swappränta på vald löptid. Swappräntan är normalt högre än räntan i obligationsemissionen. Skillnaden i ränta kallas för swappspread. Ju större swappspread desto större besparing för kontoret

Swappspreadarna har under 2001 minskat, vilket är särskilt markant för den tioåriga spreaden. Utvecklingen kan bero på en rad olika faktorer, exempelvis en samvariation med utvecklingen inom EU, där flera stora länder numera valt att använda ränteswappar på samma sätt som Riksgäldskontoret. Spreaden kan också ha påverkats av att investerarens riskaptit, bl.a. i spåren av terrordåden i USA i september 2001, har minskat. Även en ökad sannolikhet att Sverige kommer att delta i EMU:s tredje steg kan ha bidragit till att swappräntor i kronor närmare sig swappräntor i euro.

Diagram 5.1: Utveckling av den fem- och tioåriga swappspreaden (baspunkter).



De besparingar som uppnås via skuldbytesavtal påverkar den faktiska skulden och riktmärkesportföljen för valutaskulden i samma omfattning. Dessa besparingar avspeglas därför inte i resultatet i den operativa förvaltningen gentemot valutariktmärket. Nyupplåningen i utländsk valuta måste därmed utvärderas på annat sätt. Tidigare år har jämförelser av kostnader för olika upplåningsstrategier i termer av USD Libor-ränta<sup>4</sup>

<sup>4</sup> USD Libor är en jämförelsestandard. Räntor i olika valutaslag och löptider transformeras till samma valuta (USD) och löptid (6 mån) vilket därmed möjliggör jämförelser mellan räntor på rättvisande grunder.

tillämpats. På så vis kan exempelvis direkt upplåning i utländsk valuta jämföras med den upplåning som sker via skuldbytesavtal. Skr. 2001/02:104

Tabell 5.2: *Upplåningskostnader för olika upplåningsformer 1997–2001 (baspunkter under USD Libor).*

	1997	1998	1999	2000	2001
Publika lån	-21,3	-6,7	-3,0	-	-
Skuldbytesavtal	-31,8	-52,3	-60,0	-66,6	-47,0
Private placements	-23,5	-24,8	-	-	-
Commercial paper	-19,0	-17,5	-18,8	-	- 11,0
<b>Genomsnittlig kostnad<sup>1</sup></b>	<b>-24,7</b>	<b>-27,9</b>	<b>-39,6</b>	<b>-66,6</b>	<b>-47,0</b>

<sup>1</sup> Genomsnittlig kostnad exklusive commercial paper.

Under 2001 blev upplåningskostnaden för skuldbytesavtalen mindre förmånlig (-47 baspunkter under USD-Libor) än de närmast föregående åren. Det hänger samman med den minskade swappspreaden.

Eftersom det under 2001, liksom 2000, inte bedrevs valutaupplåning på längre löptider i utlandet är en direkt kostnadsjämförelse mellan utländsk kapitalmarknadsupplåning och skuldbytesavtal inte möjlig. Där emot kan ett resultat skattas genom att anta att kapitalmarknadsupplåning ligger 15–20 baspunkter under USD-Libor. En sådan beräkning i nuvärdestermier pekar på en besparing på ca 500 miljoner kronor i att låna via skuldbytesavtal under 2001.

#### **Skuldbytesavtal (kron/valutaswappar)**

Riksgäldskontoret har av kostnadsskäl valt att ta upp lån i svenska kronor och genom skuldbytesavtal (kron/valutaswappar) omvandla lånen till skuld i utländsk valuta. Detta har i de flesta fall visat sig billigare än direkt upplåning i utländsk valuta.

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

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

#### *Förvaltningen av valutaskulden*

Den operativa förvaltningen av valutaskulden är, till skillnad från den nominella kronskulden, inriktad på aktivt positionstagande gentemot riktmärket. Riksgäldskontoret baserar sina positioner i huvudsak på

överbägganden dels om förväntad ränteutveckling, dels om förväntad valutautveckling.

Det operativa resultatet av förvaltningen av valutaskulden för 2001 uppgick till -78 miljoner kronor. Jämfört med 2000 är det en förbättring med över 500 miljoner kronor.

Riksgäldskontorets räntepositioner gav en vinst på 83 miljoner kronor under 2001. Vinsterna tilltog i takt med att de ekonomiska förutsättningarna försämrades under andra halvåret, inte minst efter händelserna i New York den 11 september 2001. En kraftig ränteuppgång under årets sista månader kom dock att reducera vinsterna.

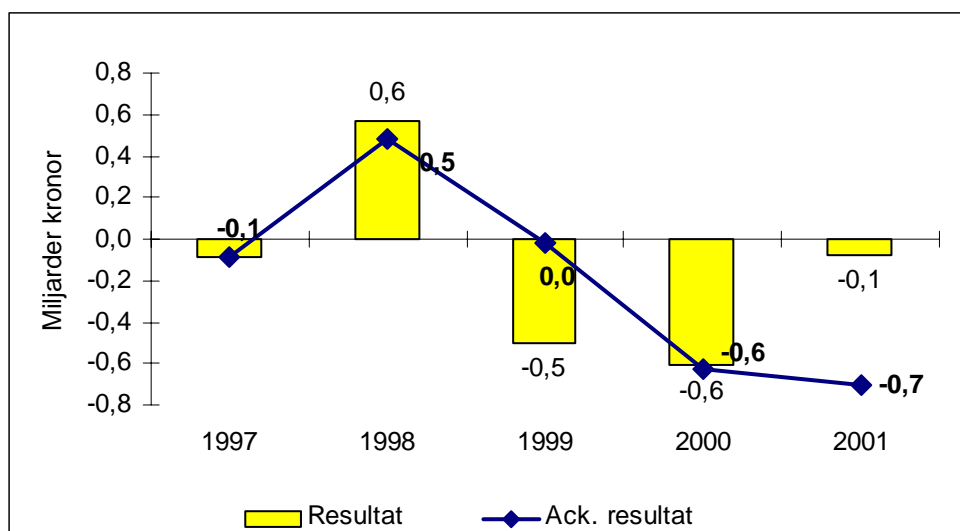
Valutapositionerna gav en förlust på 161 miljoner kronor under året. Förlusterna uppstod i positioner tagna till förmån för euro mot USA-dollar och till del mot japanska yen. Dessa positioner avvecklades dock under våren i takt med att euron försvagades. Under resten av året var kontorets valutapositioner små.

Tabell 5.3: Resultat av förvaltningen av skulden i utländsk valuta i förhållande till riktmärket 1997–2001 (miljoner kronor).

	1997	1998	1999	2000	2001	Hela perioden
Räntepositioner	-97	611	65	110	83	772
Valutapositioner	13	-41	-571	-714	-161	-1 474
<b>Totalt resultat</b>	<b>-84</b>	<b>570</b>	<b>-506</b>	<b>-604</b>	<b>-78</b>	<b>-702</b>

Sammantaget uppgick resultatet i den operativa valutaförvaltningen till -0,7 miljarder kronor för 1997–2001. För föregående femårsperiod 1995/96–2000 uppgick resultatet till drygt 4 miljarder kronor. Förutom den relativt begränsade förlusten för 2001 beror resultat tappet på att det extremt goda resultatet budgetåret 1995/96 (vinst 4,7 miljarder kronor) nu fasats ut. Sett över hela utvärderingsperioden har resultatet för räntepositionerna varit positivt och för valutapositionerna negativt.

Diagram 5.2: Resultatet av förvaltningen av skulden i utländsk valuta i förhållande till riktmärket budgetåren 1997–2001 (miljarder kronor).



I syfte att få ytterligare referenspunkter för en bedömning av sina prestationer anlitar Riksgäldskontoret sedan 1992 externa förvaltare som hantlar en del av valutaskulden. Denna förvaltning sker under i stort sett samma regelverk som kontorets egen operativa förvaltningen. De senaste åren har de externa förvaltarna varit två till antalet och förvaltat en portfölj motsvarande ca 3 procent av valutaskulden. Sedan halvårskiftet 2001 har kretsen utökats till fem externa förvaltare med en sammanlagd referensportfölj på 30 miljarder kronor.

Genom att jämföra Riksgäldskontorets och de externa förvaltarnas resultat erhålls kompletterande information om måluppfyllelse i förvaltningen av valutaskulden och under vilket risktagande detta har skett. Kontoret har för utvärderingsperioden i genomsnitt presterat ett bättre resultat än de externa förvaltarna (-0,20 respektive -0,35 procent av förvaltat skuld). Även för 2001 uppvisar kontoret ett bättre resultat (dvs. mindre negativt) än de externa förvaltarna.

Tabell 5.4: Riksgäldskontorets resultat och risktagande i förhållande till anlitate externa förvaltare under perioden 1997–2001.

		1997	1998	1999	2000	2001	Hela perioden
Resultat i procent av förvaltat belopp	Rgk	-0,02%	0,12%	-0,12%	-0,16%	-0,02%	<b>-0,20%</b>
	Ext. förv. <sup>1)</sup>	0,09%	-0,16%	-0,33%	0,17%	-0,12%	<b>-0,35%</b>
Risk <sup>2)</sup>	Rgk	0,17%	0,28%	0,10%	0,28%	0,12%	<b>0,20%</b>
	Ext. förv. <sup>1)</sup>	0,17%	0,29%	0,17%	0,19%	0,10%	<b>0,20%</b>
Informationskvot <sup>3)</sup>	Rgk	-	0,4	-	-	-	-
	Ext. förv. <sup>1)</sup>	0,5	-	-	0,9	-	-

1) Avser genomsnittet av samtliga förvaltare.

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

3) Anger ett mått på resultatet i relation till tagen risk. Ju högre kvot, desto högre resultat i förhållande till tagen risk. Kvoten förutsätter ett positivt resultat för att kunna beräknas.

Informationskvoten, som är ett mått på resultatet i relation till tagen risk, förutsätter ett positivt resultat för att kunna beräknas. Kvoten ger därmed ingen information för 2001. Risk mätt som hur mycket kostnaden har varierat under året indikerar att Riksgäldskontorets resultat inte har uppnåtts till priset av ett högre risktagande jämfört med de externa förvaltarna.

Riksgäldskontoret tillämpar tekniker för riskhantering av valutaskulden som i princip är samma som för andra finansiella aktörer. Utöver de limiter som finns relativ riktmärket beräknas marknadsrisken löpande med s.k. Value-at-Risk<sup>5</sup>. I genomsnitt uppgick Value-at-Risk för den aktiva valutaskuldförvaltningen ca 60 miljoner kronor per dag under 2001.

<sup>5</sup> Value-at-Risk (VaR) är, något förenklat, ett statistiskt mått på den största förlust man kan drabbas av med en viss given sannolikhet. För en viss upplåningsstrategi skulle man till exempel kunna säga att med 95 procents säkerhet blir den största marknadsvärdesförlusten på ett års sikt 5 miljarder kronor.



### **Den operativa förvaltningen av valutaskulden**

Valutafördelningen och nivån på ränterisken i skulden i utländsk valuta fastställs av Riksgäldskontorets styrelse och avspeglas i ett riktmärke. Inom ramen för av styrelsen fastställda limiter för avvikelser från riktmärket kan en aktiv förvaltning av valutaskulden bedrivas. På operativ nivå tas positioner på olika delmarknader genom förändringar dels i andelen skuld i en viss valuta, dels i genomsnittlig löptid och i respektive valutaslag.

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

De resultat som Riksgäldskontoret uppnår i förvaltningen av valutaskulden ger en relativt entydig bild av kontorets prestationer. Detta beror på att kontoret fr.o.m. 2000 beslutat lägga stora och strategiska valutapositioner i riktmärket för valutaskulden (se avsnitt 4.3) och därmed undviker att den aktiva portföljen tyngs av stora och orealiserade resultat. Förvaltningsresultatet störs inte heller av hänsyn till marknadsvärdande aspekter eftersom kontorets upplåningspolitik knappast har någon påverkan på räntebildningen i utländsk valuta.

### **Skälen för regeringens bedömning**

#### *Valutaupplåningen*

Regeringens bedömning är att kontoret bedrivit en kostnadseffektiv upplåning jämfört med de alternativa upplåningsformer som står till buds. Den kostnadsfördel som kan uppnås via skuldbytesavtal har utnyttjats och utfallit fördelaktigt. Även upplåningen via korta räntepapper (commercial papers) torde ha utfallit positivt jämfört med direkt kapitalmarknadsupplåning. Regeringen avstår från att bedöma om valutaupplåningen kunde förbilligats ytterligare exempelvis genom att uteslutande låna via skuldbytesavtal. I vilken utsträckning swappmarknaden kan utnyttjas för valutaupplåning torde Riksgäldskontoret, som agerar nära marknaden, vara bäst skickat att bedöma.

I vilken grad som Riksgäldskontoret har lyckats bättre än andra låntagare är svårt att fastställa. De utvärderingsmetoder som i detta avseende använts i tidigare utvärderingar är inte längre tillämpbara.

#### *Den aktiva valutaförvaltningen*

Enligt målet för den operativa förvaltningen av valutaskulden skall Riksgäldskontoret under en femårsperiod uppnå lägre kostnader i den faktiska skulden relativt kostnaden för den fastställda riktmärkesportföljen. Det sammanlagda resultatet för perioden 1997–2001 uppgick till -0,7 miljard

der kronor. Förvaltningen av valutaskulden har därmed inte uppfyllt det uppställda kvantitativa målet.

Med tanke på att den aktiva förvaltningen mot valutariktmärket ger ett relativt entydigt mått på Riksgäldskontorets prestationer och att resultatet för utvärderingsperioden utfallit negativt kan förvaltningen knappast längre betraktas som framgångsrik. Förlusten på 0,7 miljarder kronor är dock relativt begränsad och uppgår till ca 0,2 procent av genomsnittlig förvaltningsvalutaskuld under 1997–2001. Det är värt att notera att det extremt goda verksamhetsåret 1995/96 (+4,7 miljarder kronor) haft en stor inverkan på resultatutfallen i hittills studerade utvärderingsperioder. Om ett längre tidsperspektiv anläggs, t.ex. för åren 1992–2001, beräknas den aktiva förvaltningen av valutaskulden ha gett en kostnadsbesparing på drygt 10 miljarder kronor.

Sammantaget, bl.a. mot bakgrund av att Riksgäldskontoret lyckats bättre än jämförbara externa förvaltare, föranleder resultaten i den aktiva förvaltningen av valutaskulden inte någon kritik eller åtgärd från regeringen. Regeringen noterar även att resultatet över tiden utfallit negativt i valutapositionerna och positivt i räntepositionerna. Det förefaller som kontoret generellt varit bättre på att förutse ränteutvecklingen på olika marknader än att hantera fluktuationer i de positioner som placerats i valuta. En orsak kan vara att växelkurser visat sig notoriskt svåra att prognostisera och förutse och att valutor styr av komplexa samband som möjligen på lång sikt visar sig vara hållbara. Riksgäldskontoret förefaller under 2001 blivit mer försiktig i att ta valutapositioner i den aktiva portföljen.

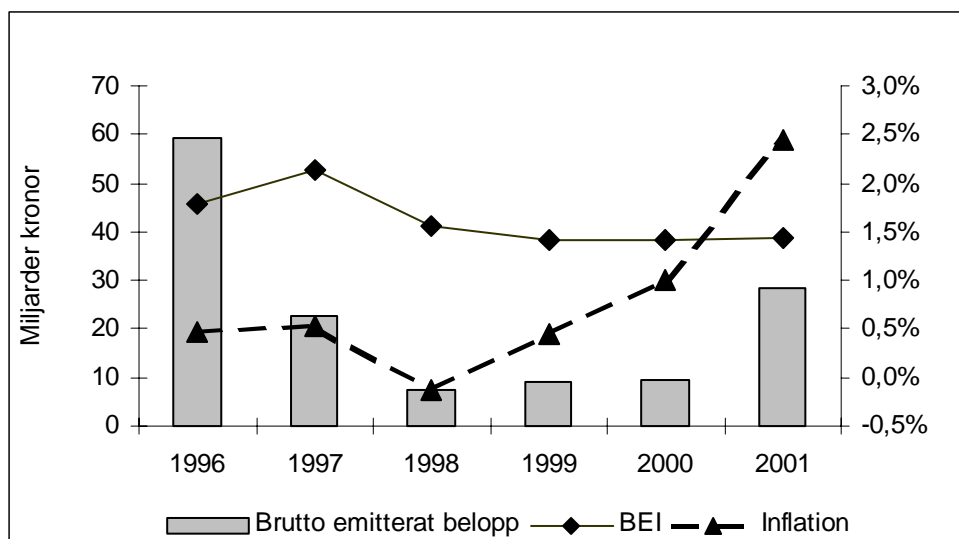
## 5.2 Reala lån i svenska kronor

**Regeringens bedömning:** Riksgäldskontoret har uppnått det kvantitativa målet för upplåningen i reala lån i svenska kronor. De emissioner som kontoret gjort under 2001 skedde till relativt låg break even-inflation. Med hänsyn till marknadsvård och att målet för den reala upplåningen från 2001 även tar hänsyn till risken i förvaltningen, finner regeringen inga skäl att anmärka på den emissionsverksamhet som bedrivits.

Riksgäldskontorets övriga marknadsvårdande insatser under 2001 bedöms ha bidragit till att öka likviditeten och effektiviteten i marknaden för realobligationer.

**Bakgrund:** Riksgäldskontoret introducerade realobligationer 1994. Omfattningen av emissionerna var till en början blygsam men växte sedan dramatiskt. År 1996 emitterades nästan 60 miljarder kronor i realobligationer, vilket motsvarar ungefär hälften av den nuvarande utestående stocken. De senaste åren har emissionsvolymerna varit betydligt mindre. Detta torde främst bero på en viss mättnad på realobligationer på marknaden. Även ett stabilare inflationsklimat kan ha bidragit till nedgången i efterfrågan på realobligationer. Därtill skall läggas att den minskade skillnaden mellan nominella och reala räntor har reducerat Riksgäldskontorets intresse av att emittera i skuldslaget.

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



Not: Emitterat belopp avser vad som brutto sålts vid emissioner och i bytesfacilitet. Nyemissionerna uppgick till 11,4 miljarder kronor under 2001.

År 2001 emitterade Riksgäldskontoret totalt realränteobligationer till ett värde av 11,4 miljarder kronor. Samtidigt bytte och återköpte kontoret realobligationer till ett värde av 8,4 miljarder kronor. Nettoemissionerna för 2001 begränsades därför till 3 miljarder kronor. Obligationerna emitterades på break even-inflation mellan 1,4 och 2,0 procent, med ett genomsnitt på 1,5 procent under 2001. Ett viktigt skäl till att kontoret nettoemitterat under 2001 trots relativt låg break even-inflation är omsorg om marknaden. En marknadsnärvaro har bedömts som nödvändig eftersom en kontinuerlig emissionsverksamhet på lång sikt leder till bättre likviditet och högre efterfrågan. Detta bör på sikt medföra lägre upplåningskostnader. Teckningskvoten, dvs. inkommen budvolym i förhållande till emissionsvolym, var i genomsnitt 4,3 vilket indikerar en relativt god efterfrågan.

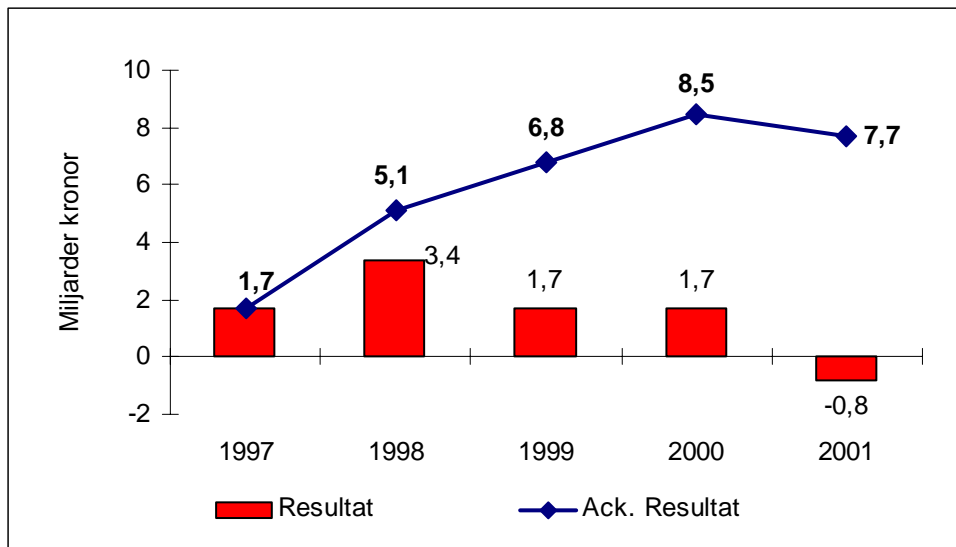
Utestående stock realobligationer minskade från 101,4 miljarder kronor till 94,2 miljarder kronor under 2001. Minskningen beror främst på AP-fondernas inleverans av nominellt drygt 7 miljarder kronor i januari 2001. Andelen realobligationer i statsskulden ökade dock från 7,9 procent till 8,1 procent eftersom skulden minskat kraftigt under året. Utvecklingen mot en större andel kupongobligationer fortsatte, både i emissions- och bytesverksamheten. Skälen är dels att investerarna alltmer kommit att föredra kupongobligationer, dels att Riksgäldskontoret strävar efter att minska den refinansieringsrisk som uppstår då stora nollkuponglån förfaller.

#### Indikativt resultat och break even-inflation

Det indikativa resultatet för upplåningen i realobligationer, vilket beräknas som kostnadsskillnaden mellan upplåning i nominella och reala obligationer, uppgick till -0,8 miljarder kronor för 2001 och till 7,7 miljarder

kronor för femårsperioden. Minskningen under 2001 beror på att inflationen steg under året och överskred den genomsnittliga break even-inflation till vilken utestående realobligationer emitterats. Det ackumulerade resultatet beror på de låga inflationsutfallen under tidigare år. Det slutliga resultatutfallet beror på hur inflationen utvecklas under respektive låns löptid. Det ackumulerade resultatet kan således både förbättras och försämrans beroende på inflationsutvecklingen framöver.

Diagram 5.4: Indikativt resultat för upplåningen i realobligationer fördelat per år och ackumulerat för åren 1997–2001 (miljarder kronor).



Under 2001 förföll för första gången ett realobligationslån (introducerat 1996). Kostnadsbesparingen jämfört med nominell upplåning beräknas uppgå till 0,2 miljarder kronor.

#### Indikativt resultat för realobligationer och break even-inflation

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

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

#### Marknadsvård på realobligationsmarknaden

Även under 2001 har Riksgäldskontoret tillhandahållit en löpande bytesfacilitet på marknaden för realränteobligationer. Återförsäljarna erbjuds

kursriskneutrala byten i realobligationer för att underlätta för återförsäljaren att få tag på obligationer som är svåra att köpa på andrahandsmarknaden. Systemet syftar till att öka likviditeten på marknaden och därmed bidra till förbättring i marknadens funktionssätt. Under 2001 köpte kontoret realobligationer för 9,4 miljarder kronor och sålde för 7,2 miljarder kronor i bytesfaciliteten.

I december 2001 erbjöd Riksgäldskontoret marknaden ett större uppköp i reallån nr 3002. Orsaken var att realobligationer med kort återstående löptid tenderar att vara beroende av den kortsiktiga inflationsutvecklingen och ha en ryckig prisbildning. Marknadsaktörer använde i stor utsträckning bytesfaciliteten kopplad till lånet i stället för att köpa/sälja på andrahandsmarknaden, vilket bl.a. kan medföra negativa effekter på realobligationsmarknaden som helhet. Återköpet uppgick till 3 miljarder kronor till genomsnittlig break even-inflation på ca 2 procent och med en teckningskvot på 2,9. I samband med återköpet stängdes bytesfaciliteten.

**Skälen för regeringens bedömning:** Realobligationerna fyller en viktig funktion i statens skuldportfölj, eftersom de erbjuder möjligheter till ytterligare diversifiering av statsskuldens sammansättning och därmed till en minskad samlad risk i skulden. Denna syn kom även till uttryck i riktlinjerna för 2001 där det anges att den reala skuldens andel av statskulden långsiktigt skall öka. Upplåningen i realobligationer skall vägas mot kostnaderna i andra skuldslag och med beaktande av risk. Tidigare har endast kostnadsaspekten gentemot nominell upplåning vägts in i emissionsbesluten av reala obligationer. Det är därför nödvändigt att arbeta med flera dimensioner i utvärderingen av den reala kronskulden. Den hittillsvarande kvantitativa analysen blir här ett instrument som fungerar som en utgångspunkt och inte som en slutpunkt i utvärderingen. Utvärderingen förväntas därför främst ske i kvalitativa termer och på ex-ante basis, dvs. på de grunder som beslut om upplåning i realobligationer är taget på. Regeringen har vid ett flertal tillfällen betonat vikten av att kvantitativa metoder och instrument utvecklas så att en fullödig utvärdering kan formas.

Det ackumulerade resultatet i kostnadsjämförelsen mellan nominella och reala obligationer är fortfarande positivt och uppgår till 7,7 miljarder kronor. Resultatet för 2001 uppgick till -0,8 miljarder kronor. Resultatet framöver är kopplat till utvecklingen i inflationen och i vilken grad Riksbanken framdeles är framgångsrik i att uppnå inflationsmålet.

Regeringen bedömde i föregående års utvärdering att dittills genomförda emissioner hanterats i enlighet med målet för den reala kronskulden. Bland annat ansågs det rimligt att Riksgäldskontorets emissionsvolymer varit relativt små de senaste åren med anledning av de relativt låga break even-nivåerna och att förhållandena på realobligationsmarknaden inte varit de bästa.

År 2001 nettoemitterades 3 miljarder kronor i ett klimat med fortsatt relativt låg break even-inflation (i genomsnitt ca 1,5 procent under året) och stigande inflation. Under huvuddelen av året låg inflationen runt 3 procent. Vid 2001 års genomsnittliga break even-inflation och vid antagande om att Riksbankens inflationsmål uppfylls på sikt, kan det mycket väl visa sig att emissionerna under 2001 blir dyrare än vad upplåning i nominella obligationer blivit. Det ackumulerade resultatet för

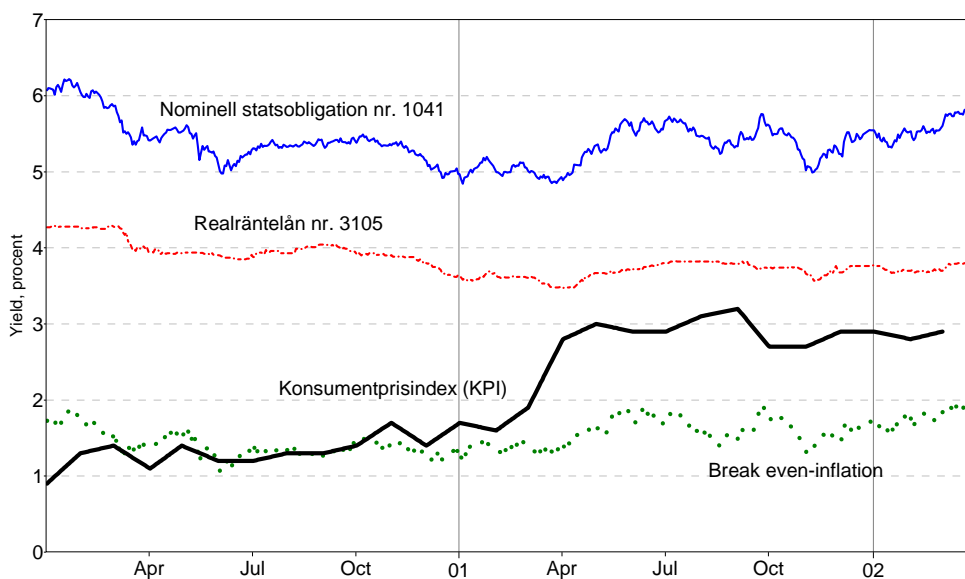
den reala upplåningen skulle därmed komma att försämrans och de kostnadsmissiga argumenten för fortsatta nettoemissioner försvagas.

Denna slutsats kan dock modifieras. Målet för den reala upplåningen har inför 2001 breddats för att i större utsträckning spegla målet för statskuldsförvaltningen. De eventuella framtida kostnadsfördyringar som ex ante kan beräknas skall ställas mot de potentiella riskförändringar som den reala upplåningen medför. Kvantifieringar av sådana riskförändringar är dock för närvarande svåra att göra. För 2001 kan man dock anta att riskbilden endast marginellt påverkas av de emissionsvolymerna det är frågan om i detta fall.

Regeringen har i olika sammanhang betonat vikten av en aktiv marknadsvård i syfte att öka likviditeten och effektiviteten på marknaden för realobligationer. Denna ambition omfattar även emissionerna på primärmarknaden. Sådana skäl kan motivera att emissionsverksamhet under kortare perioder bedrivs till nivåer som ur kostnadssynpunkt och på lång sikt kan visas sig vara oförmånliga. Regeringen finner därför ingen anledning att ifrågasätta de marknadsvårdsskäl som kontoret anför för nettoemissionsverksamheten under 2001. Riksgäldskontorets aktiviteter i marknaden under året kan även karaktäriseras som främst syftande till att koncentrera och likvidisera handel i ett mindre antal reala lån.

Det bör även påpekas att break even-inflationen under de senaste 6 månaderna stigit. Vissa av de emissioner som gjorts under 2001 kan därmed visa sig vara motiverade även ur kostnadssynpunkt. Riksbanken bedömer i sin senaste inflationsrapport att KPI-inflationen kommer att uppgå till 2,2 % på ett års sikt och 2,4 % på två års sikt. En högre break even-inflation och en lugnare inflationsutveckling framöver talar för ett bättre emissionsklimat för Riksgäldskontoret än tidigare.

*Diagram 5.5: Nominell statsobligation nr. 1041, realräntelån nr. 3105, beräknad break even-inflation och inflation (KPI) under 2000-2002.*



Övrig marknadsvård som Riksgäldskontoret bedrivit på andrahandsmarknaden bedöms ha bidragit positivt till marknadens funktionssätt.

Regeringen anser det angeläget att arbetet med att utveckla realobligationsmarknaden även fortsättningsvis prioriteras i kontorets verksamhet.

Riksdagens beslutade i december 2001 att de obligationsliknande placeringar som i dag förvaltas på konto i Riksgäldskontoret skall överföras till placering direkt på statspappersmarknaden. Beloppen uppgår totalt till drygt 40 miljarder kronor varav ungefär 20 miljarder kronor avser reala placeringar (eller drygt 20 procent av nuvarande utestående stock). Detta skulle kunna ge viktiga bidrag till en förbättrad likviditet och en bättre fungerande realobligationsmarknad. Överföringen skall vara fullt ut genomförd senast den 1 juli 2002.

### 5.3 Nominella lån i svenska kronor

**Regeringens bedömning:** Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i statsobligationer och statsskuldväxlar förefaller ha varit framgångsrik. Det är angeläget att metoder utvecklas så att bedömningen av marknads- och skuldvårdens effekter i kvantitativa termer kan fördjupas.

#### Bakgrund

I riktlinjerna för 2001 fastställdes att Riksgäldskontoret inte förväntas ta räntepositioner i den operativa förvaltningen av den nominella kronskulden. Den utvärdering i relativa termer gentemot en riktmärkesportfölj som tidigare tillämpats framstod därmed inte som meningsfull. Utvärderingen av den nominella upplåningen i svenska kronor sker i stället primärt i kvalitativa termer och av den skuld- och marknadsvård som bedrivits. I möjligaste mån skall dock även kvantitativa effekter på de absoluta kostnaderna beräknas. Styrningen av den nominella kronskulden sker såsom tidigare genom ett riktvärde för durationen och med hänsyn till förfalloprofilen. Vidare spelar marknadsvårdshänsyn väsentlig roll för kontorets upplåningsbeslut på den inhemska kronmarknaden.

#### *Emissionsverksamheten*

Riksgäldskontoret återgick under 2001 till mer normala emissionsvolymer statsobligationer efter ett osedvanligt lågt lånebehov under 2000, bl.a. till följd av delutförsäljningen av Telia. Utbudens emissionsvolym under 2001 uppgick till 63 miljarder kronor, jämfört med 32 miljarder kronor 2000. Genomsnittlig emissionsränta uppgick till 4,9 procent och genomsnittlig duration till 6,6 år. Samtliga emissioner under 2001 fulltecknades.

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

Skr. 2001/02:104

Lån	Förfalldatum	Emitterad volym	Genomsnittlig emissionsränta
1044	2006-04-20	14 000	4,608
1037	2007-08-15	5 998	4,668
1040	2008-05-05	6 997	4,831
1045	2011-03-15	31 996	5,066
1041	2014-05-05	4 000	5,029
<b>Totalt</b>		<b>62 991</b>	<b>4,898</b>

Räntespridningen, dvs. skillnaden mellan högsta accepterade ränta och genomsnittlig emissionsränta, kan sägas ha stigit något under de senaste åren, från ca 0,6 procent i början av perioden till ca 0,7 procent 2001. Siffran för första halvåret 2000 påverkades av delutförsäljningen av Telia och den relativa knapphet på statsobligationer som därigenom uppstod. Samtidigt har teckningskvoten, dvs. relationen mellan budvolym och utbjuden volym, varit relativt stabil över tiden.

Tabell 5.6: Medelvärde för räntespridning och teckningskvot för nominella obligationer halvårsvis 1997–2001.

	1997		1998		1999		2000		2001	
	97:1	97:2	98:1	98:2	99:1	99:2	00:1	00:2	01:1	01:2
Ränte-spridning <sup>1</sup>	0,55	0,53	0,59	0,60	0,61	0,91	0,34	0,79	0,72	0,70
Tecknings-kvot <sup>2</sup>	2,46	2,58	2,33	2,50	3,08	2,62	4,13	2,42	2,15	2,53

<sup>1</sup> Skillnaden mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna.

<sup>2</sup> Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.

Totalt bjöds statsskuldväxlar för 294,5 miljarder kronor ut under 2001. Till detta skall läggas de volymer statsobligationer som bytts till statsskuldväxlar under året. Genomsnittlig emissionsränta var 4,0 procent. Förhållande mellan emitterad volym och utbjuden volym var ungefär oförändrat jämfört med 2000, ca 95 procent.

Även för statsskuldväxlarna kan räntespridningen sägas ha stigit något de senaste åren. Teckningskvoterna har samtidigt minskat något.

Tabell 5.7: Medelvärde för räntespridning i baspunkter och teckningskvot för statsskuldväxlar halvårsvis 1997–2001.

	1997		1998		1999		2000		2001	
	97:1	97:2	98:1	98:2	99:1	99:2	00:1	00:2	01:1	01:2
Räntespridning <sup>1</sup>	0,88	0,76	0,66	0,71	0,76	1,30	1,03	1,42	1,27	0,99
Tecknings-kvot <sup>2</sup>	2,60	1,85	2,70	2,32	2,36	2,29	3,19	2,00	2,03	2,09

<sup>1</sup> Skillnaden mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna.

<sup>2</sup> Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.



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

Byten av benchmarkobligationer med kort återstående löptid mot statsskuldväxlar uppgick till 47 miljarder kronor 2001. Därigenom undviks likviditetsbrist i förfallande obligationslån samtidigt som likviditeten på statsskuldväxelmärkten gynnas. Dessutom minskar refinansieringsrisken genom att stora obligationsförfall fördelas på flera statsskuldväxel-lån. Byten är inte förenade med kostnader, eftersom återköpsräntor på obligationslånen sätts utifrån ett vägt genomsnitt för de emitterade väx-larna.

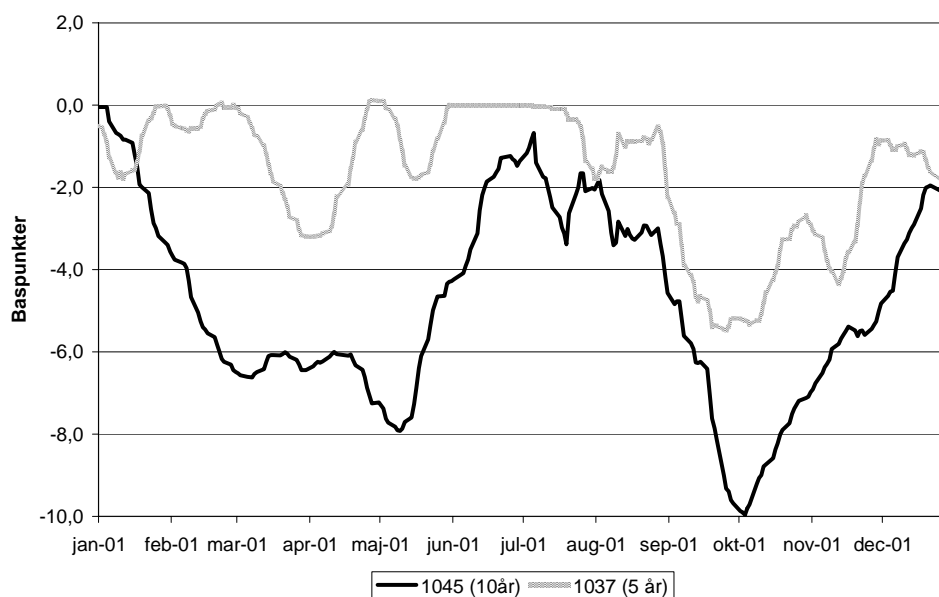
Bytetransaktioner mellan nominella obligationslån uppgick till ca 21 miljarder kronor under 2001. Bytena föranleddes av inleveransen från AP-fonderna i januari 2001 (63 miljarder kronor i nominella statsobligationer) och behovet av att då justera statsskuldens förfalloprofil. Normalt används obligationsbyten för att byta äldre mer illikvida lån mot mer likvida lån. I dessa fall betalar Riksgäldskontoret skillnaden mellan köp- och säljräntan, dvs. en transaktionskostnad uppstår. Kostnaderna skall dock sättas i relation till de lägre absoluta lånekostnader som antas följa av en mer likvid marknad. En kvantifiering är dock svår. Erfarenheter från andra statspappersmarknader indikerar att vinsterna av ökad likviditet kan vara relativt stora.

Genom marknadsvårdande repofaciliteter garanterar Riksgäldskontoret återförsäljarna tillgång till statspapper och minskar därigenom risken för att bristsituationer skall uppstå. Repoverksamheten används också för att hantera svängningarna i statens betalningsflöden. Under 2001 gjorde kontoret ca 103 miljarder kronor i repor, motsvarande ca 16 procent av volymen på repomärkten. Repor sker till 15 punkter under Riksbankens reporänta och ger en besparing för Riksgäldskontoret jämfört med finansiering i dagslånemärkten där reporäntan är styrande.

Efter terrorattentaten i USA den 11 september 2001 utökades möjligheterna att göra marknadsvårdande repor. Syftet var att motverka eventuella störningar på statspappersmärkten.

Efter en längre tids förhandlingar startade i maj 2001 en elektronisk handelsplats för interbankhandel i obligationer. Handeln sker som en del i OM:s Saxess-system och har efterhand kommit att omfatta tio-, fem- och tvåårslånet. Introduktionen av den elektroniska handeln har varit framgångsrik. Nästan all handel i de tre lånen sker i Saxess och svarar tillsammans för ca 60 procent av all obligationshandel på interbankmärkten. För de lån som skall bli s.k. superbenchmark och handlas elektroniskt har tydliga förändringar i prissättningen kunnat observeras. Som framgår av nedanstående diagram har lånen prissatts lägre än deras teoretiska värde, dvs. på ett fördelaktigt sätt för Riksgäldskontoret som emit-tent.

Diagram 5.6: Relativ prissättning i tio- och femåriga lån, marknadsränta minus teoretisk ränta. Skr. 2001/02:104



Systemet bedöms därför ha infriat intentionerna att öka konkurrensen och likviditeten på marknaden. Eftersom de elektroniskt handlade lånen prissätts med en premie, har kontorets emissioner kostnadseffektivt kunnat koncentreras till dessa lån.

**Regeringens bedömning:** Riksgäldskontorets emissionsverksamhet förefaller ha varit framgångsrik med fulltecknade emissioner, stora budvolymer och små ränteskillnader i de accepterade buden.

Det är generellt svårt att kvantitativt mäta effekterna på lånekostnaderna av den skuld- och marknadsvård som kontoret bedriver. Ofta baseras bedömningar av upplåningen på kronmarknaden på mer kvalitativa grunder utan stöd från kvantitativa metoder och estimat. Regeringen har ju även vid flera tillfällen uttryckt att utvärderingen främst skall ske i kvalitativa termer. I vissa fall kan dock förenklade beräkningar bidra till att ge en uppfattning om storleksordningen av de besparingar som kan göras. T.ex. ger varje baspunkt, vid antagande om att 50 miljarder kronor per år emitteras via den elektroniska handelsplatsen, ca 5 miljoner kronor i besparing per år. För 2001 (se diagram ovan) kan därmed besparingen i lägre emissionsräntor uppskattas till 5–10 miljoner kronor för de elektroniskt handlade lånen.

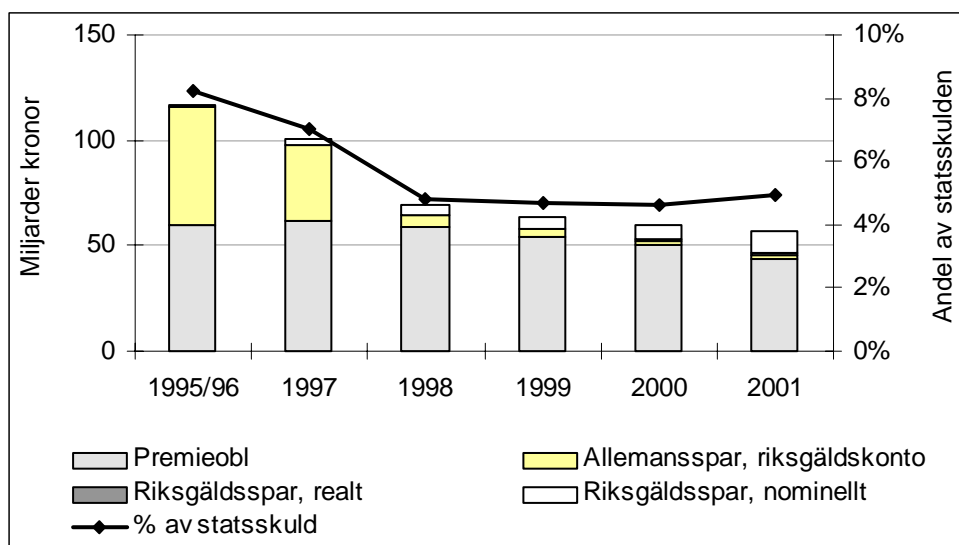
Regeringens slutsats, främst baserat på kvalitativa grunder, är att Riksgäldskontorets marknads- och skuldsvård bör ha bidragit till en mer likvid och effektiv statspappersmarknad. Åtgärderna kan därmed sägas ha bidragit till långsiktigt lägre absoluta kostnader för statsskulden. Det är dock angeläget, både på operativ och på strategisk nivå, att mer kvantitativa metoder utvecklas för att möjliggöra en mer ingående bedömning av marknadsvårdens effekter på emissionsräntorna i statsskulden.

**Regeringens bedömning:** Riksgäldskontoret har uppnått det kvantitativa målet för upplåningen från hushållen. Det är av vikt att Riksgäldsspar utvecklas till en attraktiv sparform, inte minst för att kunna uppnå stabilitet i kontorets upplåning från hushållen.

**Bakgrund:** Den totala räntesparmarknaden<sup>6</sup> uppgick till ca 655 miljarder kronor i september 2001 varav Riksgäldskontorets andel uppgick till ca 8,2 procent. Motsvarande siffror uppgick till ca 631 miljarder kronor respektive 9,2 procent vid samma tidpunkt 2000. Under det senaste året har således kontorets marknadsandel sjunkit med en procentenhet.

Riksgäldskontorets upplåning från hushållen har minskat kraftigt sedan mitten av 1990-talet, från 116 miljarder kronor budgetåret 1995/96 till ca 56 miljarder kronor 2001. Utvecklingen förklaras i huvudsak av minskade volymer i allemansspar (avskaffades i juni 1998) och till del av ett minskat sparande i premieobligationer. Andelen av statsskulden som finansieras från hushållssektorn har också fallit från ca 8 procent till under 5 procent under perioden. Sedan 1998 har dock andelen varit i stort sett konstant eftersom sjunkande volymer hushållsupplåning sammanfallit med en minskad total statsskuld.

*Diagram 5.7: Hushållsupplåningen fördelat på olika upplåningsinstrument och som andel av statsskulden vid slutet av respektive budgetår 1997–2001 (miljarder kronor och i procent).*



Premieobligationerna utgör i dag basen i Riksgäldskontorets upplåning från hushållen. Under 2001 såldes premieobligationer till ett värde av 4,7 miljarder kronor. Förfallen uppgick samtidigt till 10,8 miljarder kronor. Utestående stock premieobligationer minskade därmed med 6,1 miljarder kronor till drygt 44 miljarder kronor vid utgången av 2001. Riksgäldskontoret egna försäljning stod för drygt 40 procent av total försäljning

<sup>6</sup> Definitionen av sparmarknaden omfattar samtliga räntebärande sparalternativ dvs. inlåning på bankkonto, räntefonder och privatobligationer.

under året. En ökad andel egenförsäljning, jämfört med försäljning via återförsäljarna, minskar kontorets provisjonskostnader.

Den totala volymen i RiksgäldsSpar uppgick till 11,7 miljarder kronor vid utgången av 2001, en ökning med drygt 4 miljarder kronor (eller 56 procent) jämfört med 2000. Uppgången förklaras av introduktionen av RiksgäldsSpar utan tidsgräns som i princip stod för hela ökningen.

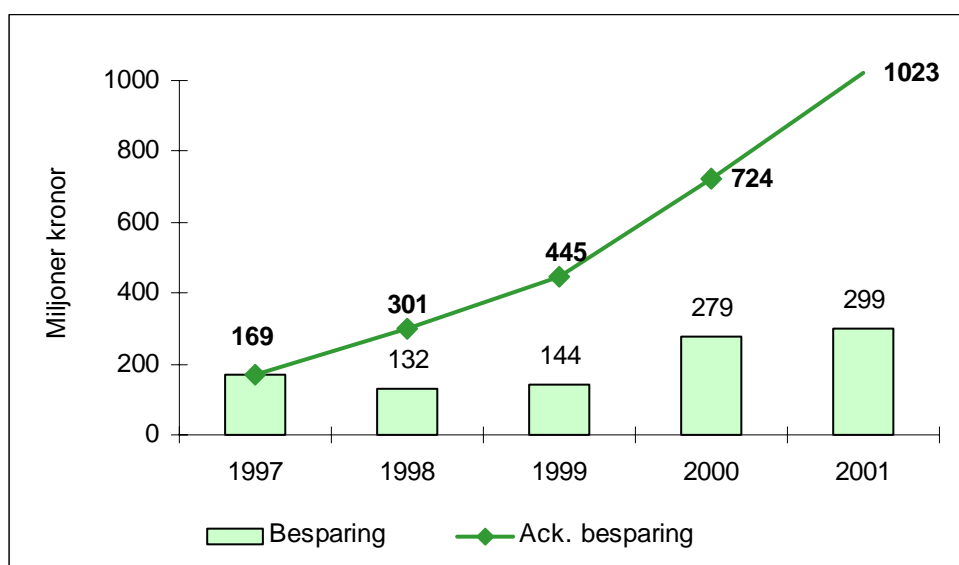
Den reala upplåningen inom RiksgäldsSpar från hushållen uppgick till drygt 1 miljard kronor. Stocken direktförsålda realobligationer uppgick till 210 miljoner kronor.

I Riksgäldskonto sker ingen nyförsäljning sedan år 1997. Utestående volym uppgick till 1,2 miljarder kronor 2001, en minskning med 0,5 miljarder kronor från 2000.

### Resultat i upplåningen från hushållen

Resultatet för upplåningen på hushållsmarknaden uppgick till 299 miljoner kronor för 2001 och till över 1 miljard kronor för femårsperioden. Omkring 90 procent av resultatet kan hänföras till premieobligationerna, detta trots att sparformen fortsatt uppvisar en sjunkande volym.

*Diagram 5.8: Kostnadsbesparing för upplåningen från hushållen jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden för budgetåren 1997–2001 (miljoner kronor).*



Resultatbidraget från Allemansspar håller nu på att fasa ut och uppgick till endast 136 miljoner kronor för femårsperioden 1997-2001, en minskning med 254 miljoner kronor jämfört med föregående utvärderingsperiod. Kostnadsbesparingen i upplåningen via RiksgäldsSpar ökade till 10 miljoner kronor 2001 jämfört med 5 miljoner kronor 2000. Sammantaget uppvisar sparformen ett underskott på 25 miljoner kronor över utvärderingsperioden.

Tabell 5.8: *Kostnadsbesparing för upplåningen från hushållen jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden för 1997-2001 (miljoner kronor).*

Upplåningsinstrument	1997	1998	1999	2000	2001	Totalt
Allemansspar	102	34	-	-	-	136
Premieobligationer	89	123	136	271	287	906
Riksgäldskonto	-2	2	3	3	2	6
Riksgäldsspar	-20	-25	5	5	10	-25
<b>Summa besparing</b>	<b>169</b>	<b>134</b>	<b>144</b>	<b>279</b>	<b>299</b>	<b>1 023</b>

#### Utvärderingsmodell för hushållsupplåningen

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

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

Under perioden 1997–2001 uppgick den samlade kostnadsbesparingen till drygt 1 miljard kronor, vilket innebär att Riksgäldskontoret uppnått målet. Det är dock svårare att bedöma om resultatet speglar en hög måluppfyllelse eftersom en sådan bedömning kräver jämförelser med liknande institution och med liknande verksamhet. Något sådant jämförelsematerial existerar inte.

Verksamhetsmålet avser även de enskilda låneinstrumenten. I det här avseendet uppvisar Riksgäldsspar ett samlat negativt resultat för utvärderingsperioden. Detta beror främst på de kostnader som belastar resultatet under uppbyggnadsskedet 1997 och 1998. Sparformen uppvisar sedan 1999 positiva resultat och, i synnerhet under 2001, stigande volymer.

Regeringen konstaterar att det samlade resultatet i upplåningen från hushållen i mycket hög grad och i ökad utsträckning är beroende av resultatutvecklingen för premieobligationerna. Det är därför viktigt att Riksgäldsspar ges tid att utvecklas till en attraktiv sparform på den svenska sparmarknaden, inte minst för att kontoret skall kunna uppnå stabilitet i upplåningen från hushållen.

## 6 Bedömning av statens upplåning och skuldförvaltning 1997–2001

Skr. 2001/02:104

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

### 6.1 Regeringens beslut om riktlinjer

**Regeringens bedömning:** Regeringens beslut om riktlinjer för åren 1999–2001 kan anses ha fattats i enlighet med det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

**Skälen för regeringens bedömning:** Utvärderingen av regeringens riktlinjer för 1999–2001 koncentreras dels till beslutet för 2001 att reducera valutaskuldens andel av statsskulden, dels till beslutet för 2000 att sänka riktvärdet för den genomsnittliga löptiden i den nominella skulden.

Regeringens riktlinjer för 1999 och 2000 syftade i allt väsentligt till att hålla skuldslagens olika andelar i statsskulden oförändrade. Besluten i dessa delar har tidigare inte behandlats eftersom en utvärdering definitionsmässigt ger ett nollresultat. I riktlinjerna för 2001 beslutades däremot att valutaskuldens andel av statsskulden skulle minska, främst med anledning av den risk som en stor valutaskuld medför. Amorteringstakten i valutaskulden angavs till 35 miljarder kronor för åren 2001–2003. Valutaskuldens andel beräknades därmed falla till ca 25 procent vid utgången av 2003.

Under 2001 steg i stället valutaskulden till drygt 34 procent av statsskulden. Bakom utvecklingen ligger en försvagning av kronan under 2001 som dels ledde till att värdet på valutaskulden ökade, dels föranledde Riksgäldskontoret och regeringen att anpassa takten i valutaamorteringen nedåt. Amorteringen uppgick till 15 miljarder kronor under året. Regeringens ambition att reducera andelen valutaskuld har därmed så långt inte uppfyllts. De avsteg som gjorts från den ursprungliga amorteringsambitionen har orsakats av den svaga kursutvecklingen för den svenska kronan under 2001 och motiveras därför av kostnadsskäl. En bedömning av amorteringsbeslutet i riktlinjerna för 2001 bör dock främst diskutera grunderna för regeringens strategiska överväganden och föras i ljuset av den information som fanns tillgänglig vid beslutstillfället.

I riktlinjerna för 2000 angavs att riktvärdet för den genomsnittliga löptiden i den nominella kron- och valutaskulden skulle reduceras från 3,0 år till 2,7 år vid utgången av 2000. Kostnadsbesparingarna beräknas till totalt 1,2 miljarder kronor för 2000 och 2001. Resultaten bör tolkas med försiktighet eftersom de bygger på antaganden och förenklingar. Resultaten indikerar dock att kostnadsbesparingar kan förväntas uppnås utan att

riskerna i skuldförvaltningen ökar mer än marginellt. En djupare utvärdering bör anstå tills en längre utvärderingsperiod föreligger.

Sammanfattningsvis har regeringens ambition att reducera andelen valutaskuld och därmed risken i statsskulden så långt inte varit framgångsrik. De överväganden som gjorts i sammanhanget och beslut som fattats har motiverats av kostnadsskäl. Detsamma gäller förkortningen av löptiden i statsskulden under 2000. De beslut som regeringen fattat kan därmed anses vara i enlighet med det övergripande målet om att långsiktigt minimera kostnaderna för statsskulden med beaktande av risken i förvaltningen.

## 6.2 Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden

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

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

Riksgäldskontoret valde att utnyttja möjligheten att avvika från riktmärket för valutaamorteringen under 2001. Besluten fattades inom ramen för det tydligare mandat som fastställdes i riktlinjerna för 2001 att även ta strategisk hänsyn till kronans kursutveckling i beslut om amortering på valutaskulden. De uppskjutna amorteringarna uppgick till ca 10 miljarder kronor vid utgången av 2001. Riksgäldskontorets motiv för besluten förefaller välgrundade och de bedömningar som gjorts, bl.a. av den svenska kronan, har till dags dato utfallit fördelaktigt. Kostnaderna i skuldförvaltningen torde därmed ha kunnat reduceras.

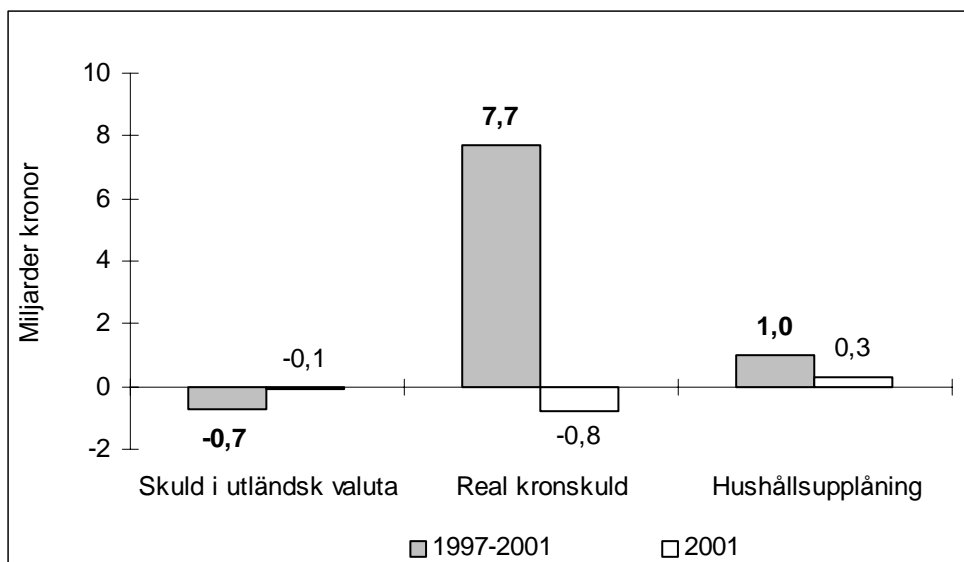
Riksgäldskontoret valde att inte avvika från riktvärdet för den genomsnittliga löptiden i den nominella kron- och valutaskulden. Kontorets beslut att tillämpa skilda löptider i kronskulden respektive valutaskulden 1999–2001 kan anses motiverat jämfört med om den i riktlinjerna angivna durationen använts i båda riktmärkena. Riktlinjen för förfalloprofilen att inte mer än 30 procent av statsskulden får förfalla inom de närmaste tolv månaderna har uppfyllts. På den strategiska nivån har därmed kontorets beslut om takten i valutaamorteringen, löptiden i den nominella skulden och förfalloprofilen i statsskulden bedömts som välgrundade och uppsatta mål har uppnåtts.

De strategiska valutapositionerna i schweizerfranc och USD uppgick till ett värde av -1,2 respektive -0,3 miljarder kronor för 2000–2001. Det är dock dels för tidigt att utvärdera positionerna, dels saknas en stabil norm för utvärdering. Regeringen avser att inför 2003 närmare förtydliga hur utvärdering av strategiska valutapositioner skall gå till. Den operativa förvaltningen gentemot valutariktmärket uppgick till -0,7 miljarder kronor för utvärderingsperioden. Målet för förvaltningen har därmed inte uppfyllts. Riksgäldskontoret har dock lyckats bättre än jämförbara exter-

na förvaltare Ytterligare en positiv faktor är att kontorets nyttjande av swappar i valutaupplåningen gett en besparing i storleksordningen en halv miljard kronor per år de senaste åren. Sammantaget ger valutaförvaltningen resultatmässigt en mer splittrad bild än i tidigare utvärderingar.

Det indikativa resultatet för den reala upplåningen uppgick till 7,7 mdkr för 1997–2001. Även här uppvisar upplåningen resultatmässigt en mer splittrad bild än i tidigare utvärderingar. Resultatet för 2001 uppgick till -0,8 miljarder kronor eftersom inflationen steg under året. Det relativt oförmånliga emissionsklimatet under året och inflationsutvecklingen riskerar också tynga det indikativa resultatet för realskulden framöver. Det är dock nödvändigt att väga in fler dimensioner i den slutliga bedömningen av förvaltningsresultatet av realskulden såsom exempelvis riskaspekter och värden av marknaden.

Diagram 6.1: Resultatet av Riksgäldskontorets upplåning och förvaltning i de olika skuldslagen budgetåren 1997–2001 och 2001 (miljarder kronor).



Riksgäldskontorets emissionsverksamhet i nominella kronor förefaller ha varit framgångsrik med fulltecknade emissioner, stora budvolymerna och små ränteskillnader i accepterade bud. Även resultatet i hushållsupplåningen har utvecklats väl och uppgick till drygt 1 miljard kronor för 1997-2001. Sparformen RiksgäldSpar, som fortfarande uppvisar ett ackumulerat underskott, utvecklas nu alltmer i positiv riktning. Riksgäldskontorets mål och operativa riktlinjer för marknads- och skuldvård av de svenska statspappersmarknaderna bedöms som rimliga. Den mer operativa hanteringen inom ramen för målen bedöms ha bidragit till mer likvida och effektiva nominella och reala statspappersmarknader. Till detta har inte minst kontoret bidragit genom tillkomsten av en elektronisk handelsplats. Det bedöms också ge lägre upplåningskostnader på flera miljoner kronor. I stort bedöms målen för verksamheterna inom den nominella skulden och marknadsvården ha uppfyllts. Samtidigt är det dock angeläget, både på strategisk och operativ nivå, att metoder utvecklas så att fördjupad utvärdering i kvantitativa termer möjliggörs.



Sammanfattningsvis ger Riksgäldskontorets upplåning och förvaltning av statsskulden en mer splittrad bild i termer av resultat och måluppfyllelse i verksamheten i förhållande till tidigare utvärderingar. Utvärderingen hämmas fortfarande i vissa delar av att det förflutet alltför kort tid för att mer bestämda slutsatser skall kunna dras. Vikten av att fortsätta utveckla metoder och instrument för en ökad precision i resultatbedömningen kvarstår. Helhetsintrycket av verksamheten ger ingen anledning till kritik mot kontoret och de resultat som uppnåtts. Regeringen finner därför att Riksgäldskontoret förvaltat skulden i enlighet med det övergripande målet för statsskuldshförvaltningen.

Skr. 2001/02:104

## Allmänt

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

Avgörande för vilka kostnader och risker som uppstår i förvaltningen av statsskulden är besluten om skuldens fördelning på olika skuldslag och löptiderna för dessa. Det innebär att kostnaderna för och risken i statsskulden i mycket stor utsträckning bestäms i regeringens beslut om riktlinjer och Riksgäldskontorets strategiska beslut. Resultatet i den operativa förvaltningen mot ett delriktmärke utgör det tydligaste måttet på förvaltningens effektivitet, men är i sammanhanget underordnade de mer övergripande besluten.

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

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

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

## Regeringens riktlinjer

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

de strategiska överväganden som låg till grund för riktlinjebeslutet. Riksdagen kan sedan ta ställning till om dessa bedömningar var rimliga.

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

Ett krav på en sådan ansats är att utvärderingen görs i ljuset av den kunskap som fanns vid tidpunkten för riktlinjebeslutet. Ett annat krav är att utvärderingen styrs av principer som lagts fast i förväg. I annat fall riskerar utvärderingen att bli godtycklig eftersom det i efterhand alltid går att konstruera andra riktlinjer/skuldportföljer som skulle ha gett lägre kostnader och/eller lägre risk.

Statens riskbenägenhet bör vara en central aspekt vid beslut om riktlinjer. Utgångspunkten bör vara att vald skuldportfölj ger en lägre kostnad och/eller lägre risk än andra portföljer, exempelvis status quo-portföljen. Orimligt riskfyllda skuldportföljer bör därmed förkastas även om de i efterhand visat sig ge en lägre kostnad än en mindre riskfylld portfölj. Kvantitativa mått bör utgöra utgångspunkten i analysen men bör kompletteras med kvalitativa överväganden och bedömningar.

## Riksgäldskontoret

Riksgäldskontorets verksamhet utvärderas på två nivåer; dels de strategiska beslut som fattas av Riksgäldskontorets styrelse, dels den operativa förvaltning som kontoret bedriver. Därutöver sker en särskild utvärdering av upplåningen på hushållsmarknaden. Utvärderingens olika komponenter redovisas i schema i avsnitt 1. Principerna för utvärderingen utvecklas nedan.

### *Riksgäldskontorets strategiska beslut*

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

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

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

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

Utvärderingen av strategiska beslut, framför allt om riktmärkesportföljerna, bör så långt det är möjligt ske genom jämförelser mellan tydligt differentierade och stilsierade skuldportföljer med avseende på förväntade kostnader och risk. Kostnaderna avser absoluta kostnader i termer av genomsnittlig emissionsränta. Ett av alternativen kan utgöras av en s.k. status quo-portfölj som utgår från att egenskaperna i skulden i utgångslä- get behålls. Utvärderingen bör även göras i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället och mellan jämförelsealternativ som på förhand framstår som rimliga. De kvantitativa jämförelserna bör kompletteras med kvalitativ utvärdering.

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

Utvärderingen av strategiska beslut om skuld- och marknadsvård bör främst avse valet av mål och prioriteringar samt om dessa förväntas leda till de eftersträva- de effekterna. Kriterierna torde främst vara av kvalitativ art men bör i möjligaste mån kompletteras med kvantifierbara mått och beräkningar

De strategiska beslut som Riksgäldskontoret fattade före 1999 kommer inte att utvärderas. Detta beror främst på svårigheterna att göra rättvisan- de utvärderingar baserade på metoder och instrument framtagna i efter- hand.

#### *Riksgäldskontorets operativa beslut*

Utvärderingen av den operativa förvaltningen avser dels en bedömning av i vilken mån kontoret uppnått beslutade mål och beslutade åtgärder genomförts, dels en kvantitativ utvärdering i relativa termer av den ope- rativa förvaltningen av valutaskulden.

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

I riktlinjerna för 2001 fastställdes att den nominella respektive reala kronförvaltningen skall utvärderas främst i kvalitativa termer och avse den skuld- och marknadsvård som kontoret bedriver i syfte att uppnå lägsta möjliga absoluta räntekostnad (genomsnittlig emissionsränta). Ut- värderingen blir därmed främst kvalitativ och på ex ante-basis. Därutöver bör den realiserade kostnadsskillnaden, liksom hittills, redovisas för den reala upplåningen. Det innebär att en kostnadsjämförelse mellan upplå- ning i realränteobligationer och upplåning i nominella statsobligationer avseende perioden 1997–2001 redovisas.

# 1 STATSSKULDEN

## 1.1 STATSSKULDEN OCH DESS FINANSIERING

Statsskulden uppgick vid utgången av 2001 till 1 156,8 miljarder kronor; se tabell 1.1. Det motsvarar ca 54 procent av bruttonationalprodukten, BNP. Totalt sett minskade statsskulden under 2001 med 123,8 miljarder kronor eller 9,7 procent. Mätt som andel av BNP har skulden minskat ca 7 procentenheter.

**Tabell 1.1 Statsskuldens sammansättning 1997–2001, miljarder kronor**

	1997	1998	1999	2000	2001	Förändr. 2000- 2001
<b>Instrument</b>						
<b>Nominella lån i svenska kronor</b>						
Statsobligationer	682,8	686,4	678,9	603,7	519,1	-84,6
Statsskuldväxlar	144,1	225,7	243,6	275,0	250,7	-24,3
Dagslån	25,2	11,1	0,0	0,0	12,5	12,5
Premieobligationer	61,4	58,7	54,4	50,2	44,1	-6,1
Riksgäldskonto	6,7	5,5	3,0	1,7	1,2	-0,5
Riksgäldsspar	2,5	4,7	5,6	6,6	10,6	4,0
Allemansspar <sup>1</sup>	29,5					
<b>Summa nominella lån i svenska kronor</b>	<b>952,2</b>	<b>992,0</b>	<b>985,5</b>	<b>937,3</b>	<b>838,2</b>	<b>-99,1</b>
<b>Reala lån i svenska kronor</b>						
Statsobligationer	91,8	93,8	96,7	101,4	94,2	-7,2
Riksgäldsspar	0,2	0,5	0,9	0,9	1,0	0,1
<b>Summa reala lån i svenska kronor</b>	<b>92,0</b>	<b>94,3</b>	<b>97,6</b>	<b>102,3</b>	<b>95,3</b>	<b>-7</b>
<b>Lån i utländsk valuta</b>	<b>385,7</b>	<b>362,5</b>	<b>291,1</b>	<b>241,1</b>	<b>223,3</b>	<b>-17,8</b>
<b>Statsskulden</b>	<b>1 429,8</b>	<b>1 448,9</b>	<b>1 374,2</b>	<b>1 280,6</b>	<b>1 156,8</b>	<b>-123,8</b>

<sup>1</sup> Sparformen upphörde 30 juni 1998.

Stocken av nominella statsobligationer minskade med 84,6 miljarder kronor och statsskuldväxelstocken minskade med 24,3 miljarder kronor. Stocken av reala obligationer minskade med 7,2 miljarder kronor. Bakgrunden till dessa förändringar diskuteras i avsnitt 3.

Premieobligationsstocken minskade med 6,1 miljarder kronor. Sparandet på Riksgäldskonto minskade med 0,5 miljarder kronor. Riksgäldsspar ökade med 4,1 miljarder, varav reala lån med 0,1 miljarder kronor. Hushållsupplåningen behandlas utförligare i avsnitt 3.7.

Lånen i utländsk valuta minskade med 17,8 miljarder till 223,3 miljarder. Däri ingick 26,5 miljarder (20,2) i realiserade valutaförluster.

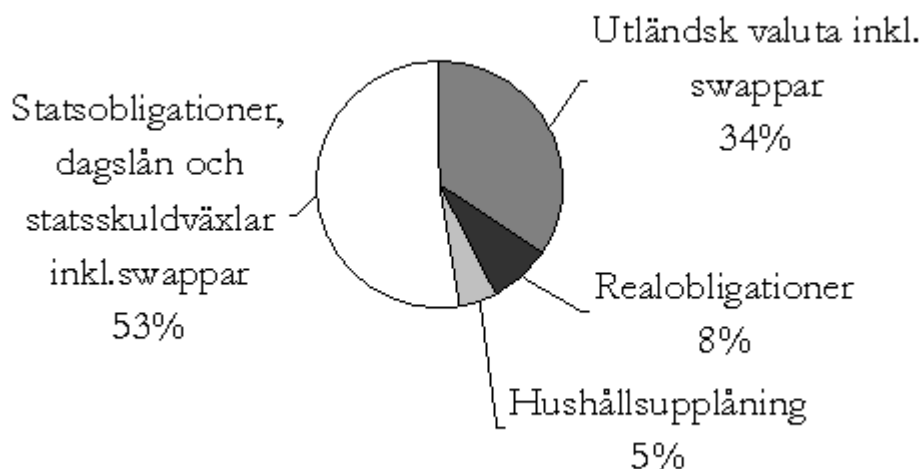
Statsskulden redovisas till bokfört belopp vid emissionstillfället, dvs. den marknadsvärderas inte med avseende på förändringar i marknadsräntorna. Däremot tas valutalån upp till sitt aktuella värde, dvs. omräknad med bokslutsdagens valutakurser. Kontorets s.k. skuldskötselinstrument, t.ex. terminer och swappar ingår inte. Riksgäldskontoret använder skuldskötselinstrument i stor omfattning för att omvandla upplåning i kronor till valutaexponering. Den vanliga skuldredovisningen ger därigenom en inte helt rättvisande bild av statens valutaskuld och riskexponering i utländsk valuta genom att valutaandelen underskattas och kronandelen överskattas. Genom att omvärderingen av valutaderivatet till bokslutsdagens valutakurser inte heller ingår blir även bilden av skuldens storlek något missvisande. I regleringsbrevet för 2002 har regeringen uppdragit åt kontoret att se över de skilda skuldbegrepp som används för att beskriva statens skuldsättning. Uppdraget skall avrapporteras i maj 2002.

**Tabell 1.2 Statsskulden och dess sammansättning 1997-2001, kompletterad med skuldskötselinstrument, miljarder kronor**

	1997	1998	1999	2000	2001	Förändr 2000- 2001
<b>Nominell skuld i svenska kronor</b>						
Nominella lån i svenska kronor	952,2	992,0	985,5	937,3	838,2	-99,1
Skuldskötselinstrument i svenska kronor	-41,2	-71,9	-111,9	-136,3	-162,1	-25,8
<b>Summa nominell skuld i svenska kronor</b>	<b>911,0</b>	<b>920,1</b>	<b>873,6</b>	<b>801,0</b>	<b>676,2</b>	<b>-124,8</b>
<b>Real skuld i svenska kronor</b>	<b>92,0</b>	<b>94,3</b>	<b>97,6</b>	<b>102,3</b>	<b>95,3</b>	<b>-7,0</b>
<b>Skuld i utländsk valuta</b>						
Lån i utländsk valuta	385,7	362,5	291,1	241,1	223,3	-17,8
Skuldskötselinstrument i utländsk valuta	50,0	85,0	111,0	151,0	181,1	30,1
<b>Summa skuld i utländsk valuta</b>	<b>435,7</b>	<b>447,5</b>	<b>402,1</b>	<b>392,1</b>	<b>404,4</b>	<b>12,3</b>
<b>Statsskuld inkl. skuldskötselinstrument</b>	<b>1 438,7</b>	<b>1 461,9</b>	<b>1 373,3</b>	<b>1 295,3</b>	<b>1 175,9</b>	<b>-119,4</b>

Statsskulden och dess sammansättning sedan hänsyn tagits till skuldskötselinstrument framgår av tabell 1.2. Statsskulden mätt på detta sätt uppgick till 1 175,9 miljarder kronor, 19,1 miljarder kronor mer än den officiella skulden. Mätt inklusive kron-/valutaswappar var valutaskulden 404 miljarder (392). Trots amorteringar på valutaskulden på ca 15 miljarder<sup>1</sup> kronor ökade således valutaskuldens värde med 12 miljarder kronor, en följd av kronans försvagning under 2001. I värderingen av skuldskötselinstrumenten ingick orealiserade valutaförluster med 19,5 miljarder (14,1). Nominell skuld i svenska kronor med hänsyn till kron-/valutaswapparna var 676 miljarder (801). Statskuldens sammansättning inklusive skuldskötselinstrument (i procent) framgår av diagram 1.1

<sup>1</sup> Definitionen av upplåningsmandatet är inte liktydigt med förändringen av valutaskulden. Se avsnitt 3.2.5 samt 3.8 för mer information om upplåningsmandatet (valutamandatet).

**Diagram 1.1 Statskuldens sammansättning inkl. skuldskötselinstrument 2001****1.1.1 Statsskulden till marknadsvärde**

I tabell 1.3 beskrivs statsskulden inklusive skuldskötselinstrument beräknad till marknadsvärdet för perioden 1997-2001.

**Tabell 1.3 Marknadsvärderad statsskuld och dess sammansättning 1997-2001, kompletterad med skuldskötselinstrument, miljarder kronor**

	1997	1998	1999	2000	2001	Förändr 2000-2001
<b>Nominell skuld i svenska kronor</b>						
Nominella lån i svenska kronor	1 085,3	1 155,5	1 063,0	1 028,5	884,3	-144,3
Skuldskötselinstrument i svenska kronor	-44,7	-79,8	-113,9	-147,8	-168,0	-20,2
<b>Summa nominell skuld i svenska kronor</b>	<b>1 040,6</b>	<b>1 075,7</b>	<b>949,1</b>	<b>880,7</b>	<b>716,3</b>	<b>-164,5</b>
<b>Real skuld i svenska kronor</b>	<b>106,0</b>	<b>109,3</b>	<b>110,6</b>	<b>124,3</b>	<b>110,1</b>	<b>-14,2</b>
<b>Skuld i utländsk valuta</b>						
Lån i utländsk valuta	415,8	402,9	311,9	270,2	245,4	-24,8
Skuldskötselinstrument i utländsk valuta	49,3	71,1	111,3	149,2	178,9	29,7
<b>Summa skuld i utländsk valuta</b>	<b>465,1</b>	<b>474,0</b>	<b>423,2</b>	<b>419,4</b>	<b>424,3</b>	<b>4,9</b>
<b>Marknadsvärderad statsskuld inkl. skuldskötselinstrument</b>	<b>1 611,7</b>	<b>1 659,0</b>	<b>1 482,8</b>	<b>1 424,4</b>	<b>1 250,7</b>	<b>-173,7</b>

Statsskulden redovisad till marknadsvärde inklusive skuldskötselinstrument omfattar statsskulden enligt tabell 1.2 (där instrumenten tas upp till anskaffningsvärde med tillägg av orealiserade valutadifferenser), kompletterad med upplupna räntor och orealiserade kursdifferenser. En specificering av ingående delposter i den marknadsvärderade

statsskulden kompletterad med skuldskötselinstrument för åren 2000 och 2001 beskrivs i not 27.

Den marknadsvärderade statsskulden inklusive skuldskötselinstrument har minskat med 173,7 miljarder (58,4). Anledningen till att den marknadsvärderade statsskulden har minskat i större omfattning än statsskulden (tabell 1.2) är främst minskningen av orealiserade kursförluster med 45,9 miljarder beroende på högre marknadsräntor.

Den marknadsvärderade statsskulden inklusive skuldskötselinstrument uppgick till 1 250,7 miljarder (1 424,4). Skuldskötselinstrumentens värdering har netto förändrats med 9,5 miljarder (4,1) jämfört 2000.

### **Överföringarna från AP-fonderna 2001**

I uppgörelsen om det nya pensionssystemet beslutades att statsbudgeten genom överföringar från AP-fonden till statskassan delvis skulle kompenseras för den försvagning av statsfinanserna som pensionsreformen ger upphov till.

Den 1 januari 2001 överförde Första och Andra AP-fonden tillgångar av statsobligationer och bostadsobligationer till ett sammanlagt marknadsvärde på 155 miljarder kronor till Riksgäldskontoret. Överföringen bestod av 75 miljarder nominella statspapper, 10 miljarder reala statspapper och 70 miljarder bostadspapper. Statspapperen användes till omedelbar amortering av statsskulden, medan bostadspapperen skall behållas till förfall, som sker efter maximalt fem år.

Vid överföringen från AP-fonderna den 1 januari minskade statsskulden med 68,3 miljarder kronor, vilket motsvarade det nominella värdet.

Bostadsobligationerna redovisades till ett nominellt värde av 67,5 miljarder vid överföringen den 1 januari 2001. Vid årets utgång uppgick behållningen till 25,4 miljarder kronor. Således har 42,1 miljarder förfallit under året. Vid förfall av bostadspapperen reduceras lånebehovet – och därmed statsskulden – med motsvarande belopp.

Överföringarna från AP-fonderna beskrevs också i årsredovisningen för 2000 och delårsrapporten för 2001.



### **Extraordinär utdelning från Riksbanken till Riksgäldskontoret**

Den 17 maj 2001 beslutade riksdagen om en extra överföring av 20 miljarder kronor från Riksbanken till statsverket. Överföringen skedde i statsobligationer och påverkade därför inte lånebehovet. Marknadsvärdet av de överförda statsobligationerna var 19,6 miljarder kronor. Skillnaden 0,4 miljarder kronor har av Riksbanken betalats till Kammarkollegiet. Statsskulden minskade med 18,4 miljarder, vilket motsvarade det nominella värdet.

## **1.2 STATSSKULDENS KOSTNADER**

Statsskuldens kostnader finansieras genom anslag på statsbudgeten. Redovisningen mot statsbudgeten avser att visa hur verksamheten finansierats med anslagsmedel.

Finansiering tillgodoräknas efter utgiftsmässiga principer<sup>1</sup>. De anslagen som finansierar statsskuldens kostnader är

- Anslaget 92:1 Räntor på statsskulden, som finansierar räntekostnader m.m. som avser statsskuldens förvaltning. Vidare ingår räntenettet för in- och utlåningen till statliga myndigheter m.fl. (se not 41).
- Anslagsposten 92:3 Riksgäldskontorets provisionskostnader i samband med upplåning och skuldförvaltning. Anslaget finansierar utgifter för provisioner för lån m.m.
- Anslaget 2:4 Riksgäldskontoret: Kostnader för upplåning och låneförvaltning. Anslaget finansierar utgifter för löner, lokaler, utbildning, system och information, vissa avgifter och ersättningar till banker m.fl., börsnotering och börsinformation, marknadsföring, prospekt, dragningslistor och konsulter m.m.

Belastningen på anslagen under åren 1997-2001 framgår av tabell 1.5.

Analys av förändringar för 2001 avseende räntor på statsskulden beskrivs i avsnitt 2.1.

Utfallet 2001 på anslaget räntor på statsskulden är 81,2 miljarder kronor.<sup>2</sup> För 2001 påverkade räntor på statsskulden lånebehovet med 81,3 miljarder (se tabell 2.1).

Avvikelsen beror på en kassamässig skillnad på 0,1 miljarder, då anslagen avräknas utgiftsmässigt.

Minskningen över åren av provisionskostnader, avgifter m.m. för upplåningen i utländsk valuta förklaras främst av en ändrad inriktning på upplåningen. Anledningen till minskningen är att under senare år har all valutaupplåning gjorts genom s.k. kron-/valutaswappar. En bidragande orsak till de minskade utgifterna för provisionskostnader för lån i svenska kronor är att låneformen Allemansspar upphörde under 1998 samt lägre provisionskostnader för premieobligationer under senare år. Under 2001 utbetalades 186 miljoner kronor vilket är i nivå med 2000.

Riksgäldskontorets utgifter på förvaltningskostnadsanslaget har ökat med 22 miljoner jämfört 2000. Anledningen till detta är främst avvecklingskostnader med cirka 14 miljoner kronor för sparformen ungdomsbospar.

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

<sup>2</sup> Enligt resultaträkningen är årets finansiella kostnader (netto) ca 90,7 miljarder kronor. Skillnaden beror på att olika redovisningsprinciper används för anslagsavräkning respektive för resultaträkningen, i den statliga redovisningen (se vidare sid 82, om Förtydliganden av vissa samband i redovisningen).

**Tabell 1.5 Räkningar på statsskulden och andra utgifter, åren 1997-2001, miljarder kronor**

<b>UTGIFTER (+) OCH INKOMSTER (-)</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Räkningar på lån i svenska kronor	82,46	73,14	68,49	61,16	45,50
Räkningar på lån i utländsk valuta	23,91	23,64	22,04	21,80	24,07
Räkningar på in- och utlåning till statliga myndigheter m.fl. inkomster	-5,62	-3,87	-2,40	-1,54	-3,27
<b>Summa räntor</b>	<b>100,75</b>	<b>92,91</b>	<b>88,13</b>	<b>81,42</b>	<b>66,30</b>
Över-/ underkurs vid emission	-1,68	-5,69	-2,40	0,78	-4,64
Valutaförluster/-vinster (realiserade)	-3,59	9,82	-6,25	-6,20	12,32
Kursförluster /-vinster (realiserade)	2,76	15,64	10,16	15,03	5,17
Övrigt	0,11	0,64	0,18	-0,83	2,02
<b>Summa över/underkurser, realiserade valutaförändringar m.m.</b>	<b>-2,39</b>	<b>20,40</b>	<b>1,69</b>	<b>8,77</b>	<b>14,87</b>
<b>Summa nettoutgifter på anslaget räntor på statsskulden (92:1)</b>	<b>98,36</b>	<b>113,31</b>	<b>89,82</b>	<b>90,19</b>	<b>81,17</b>
<b>Provisioner i samband med upplåning och skuldförvaltning (92:3) <sup>1</sup></b>	<b>0,52</b>	<b>0,41</b>	<b>0,33</b>	<b>0,19</b>	<b>0,19</b>
<b>RGKs förvaltningskostnader (2:4) <sup>2</sup></b>	<b>0,14</b>	<b>0,17</b>	<b>0,19</b>	<b>0,19</b>	<b>0,22</b>
<b>Summa utgifter avräknade anslag</b>	<b>99,02</b>	<b>113,89</b>	<b>90,34</b>	<b>90,57</b>	<b>81,58</b>

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

<sup>2</sup> Fr.o.m. 2001 ingick det tidigare anslaget för utgifter för Upplåning och låneförvaltning i Riksgäldskontorets förvaltningskostnadsanslag 2:4. Jämförelseuppgifterna har justerats för tidigare år.

Övriga anslag för Riksgäldskontorets verksamheter framgår av anslagsredovisningen.

### **Riksgäldskontorets EMU-förberedelser**

I likhet med elva andra myndigheter har Riksgäldskontoret på regeringens uppdrag övervägt hur verksamheten skulle kunna anpassas till en eventuell svensk anslutning till EMU.

I ett läge där beslut om svenskt medlemskap tagits och den framtida konverteringskursen lagts fast är det angeläget att så snabbt som möjligt anpassa upplåning och skuldförvaltning på penning- och obligationsmarknaden till att euro kommer att bli inhemsk valuta från inträdesdagen. Det kan t.ex. innebära att det blir aktuellt att ge ut benchmarklån noterade i euro. Strategin grundas på att den gemensamma penning- och obligationsmarknad som Sverige då beslutat ansluta sig till redan finns i full verksamhet och att många aktörer på kronmarknaden kan antas ha intresse av att gå över till euro.

För övriga delar av Riksgäldskontorets verksamhet – garantiverksamheten, verksamheten som statens internbank och delar av upplåningen inom hushållssektorn – kommer övergången till euro att ske i samband med den formella konverteringen av kronan till euro, dvs. på inträdesdagen. För ett land som inträder efter det att sedlar och mynt i euro introducerats är det rimligt att anta att övergångstiden blir kort, i princip motsvarande den period som de första euroländerna befunnit sig under inledningen av 2002.

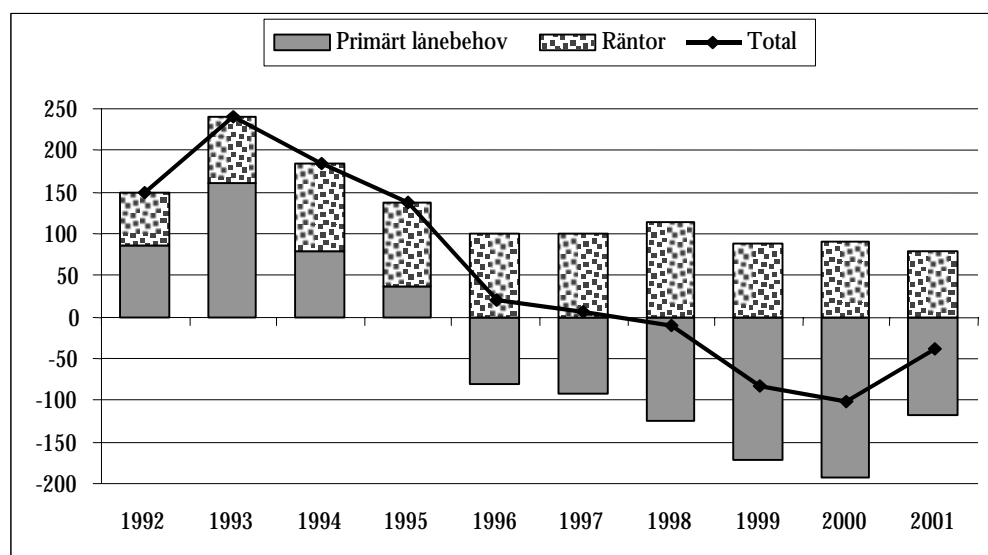
Förberedelsearbetet inom Riksgäldskontoret i övrigt har i huvudsak bestått i en genomgång av kontorets olika IT-system och kartläggning av vilka ändringar som behöver göras. En plan för genomförandet av dessa ändringar har därefter upprättats. Kontoret bedömer att omställningen av kontorets verksamhet från kronor till euro kan klaras av på en period om 12 månader från det att beslut om att gå med i EMU fattats.

## 2 STATENS LÅNEBEHOV

### 2.1 UTFALL

Statens lånebehov, som definieras som nettot av alla ut- och inbetalningar från respektive till staten, uppgick under 2001 till -38,7 miljarder kronor. Som framgår av diagram 2.1 har staten därmed haft negativt lånebehov, definitionsmässigt liktydigt med ett budgetöverskott, under fyra år i följd. Som närmare redovisas i avsnitt 1 minskade statsskulden under året med 123,8 miljarder kronor. Skillnaden mellan skuldens minskning och överskottet beror i första hand på överföringar av obligationer från AP-fonderna och Riksbanken på 69 respektive 18 miljarder kronor; se avsnitt 1.1. Eftersom överföringar inte är betalningar, påverkar de inte lånebehovet utan reducerar skulden direkt. Dessutom hade Riksgäldskontoret vid årsskiftet 2000/2001 korta placeringar på ca 10 miljarder kronor, dvs. viss överupplåning, till följd av oväntat stora skatteinbetalningar de sista dagarna i december 2000. I motsatt riktning verkar att valutaskuldens värde räknat i kronor steg under 2001 till följd av att kronan försvagades.

**Diagram 2.1 Statens lånebehov 1992–2001, miljarder kronor**



Lånebehovet delas traditionellt upp i tre komponenter (se tabell 2.1):

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

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

*Det primära lånebehovet* visade ett överskott på 120,0 miljarder kronor under 2001, ca 72 miljarder mindre än 2000. Trots den svagare ekonomiska tillväxten ökade de totala

skatteinbetalningarna netto med ca 45 miljarder kronor mellan 2000 och 2001. En förklaring är att sysselsättningen utvecklats gynnsamt och att lönerna stigit. En annan orsak är att skatteintäkterna i hög grad styrs av nominella storheter. Det innebär att när en nedgång i tillväxten sammanfaller med en uppgång i inflationen, vilket var fallet under 2001, dämpas effekten på intäkterna från exempelvis moms och punktskatter. Netto-utlåningen uppgick till 24,6 miljarder, något mindre än 2000.

Eftersom försvagningen av ekonomin inte inverkat på arbetslösheten var utbetalningarna för arbetslöshetsunderstöd mindre än föregående år. Statens överföringar till AP-fonderna ökade med 12 miljarder kronor, främst till följd av stigande lönesumma. Dagersättningarna i sjukförsäkringen ökade med 5,5 miljarder från 2000 till 2001.

**Tabell 2.1 Statens lånebehov 1997–2001, miljarder kronor<sup>1</sup>**

	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Primärt lånebehov</b>	<b>-92,7</b>	<b>-124,0</b>	<b>-171,2</b>	<b>-191,9</b>	<b>-120,0</b>
Varav					
– primärt saldo	-82,3	-121,2	-153,3	-219,7	-144,6
– Riksgäldskontorets nettoutlåning	-10,4	-2,8	-17,9	27,7	24,6
<b>Räntor på statsskulden m.m.</b>	<b>99,0</b>	<b>114,4</b>	<b>89,3</b>	<b>90,0</b>	<b>81,3</b>
Varav					
– räntor för lån i svenska kronor	78,2	78,1	74,6	73,8	43,5
– räntor för lån i utländsk valuta	24,3	26,4	20,9	22,4	25,4
– realiserade valutadifferenser, netto	-3,6	9,8	-6,3	-6,2	12,3
<b>Statens lånebehov (netto)</b>	<b>6,2</b>	<b>-9,7</b>	<b>-82,0</b>	<b>-101,9</b>	<b>-38,7</b>

<sup>1</sup> Fördelningen mellan primärt lånebehov och räntor på statsskulden avviker från de uppgifter som Riksgäldskontoret rapporterade när utfallet första gången presenterades. Orsaken är korrigeringar i redovisningen av räntor på statsskulden.

*Räntebetalningarna på statsskulden* uppgick till 81,3 miljarder kronor, vilket är ca 9 miljarder lägre än året före. Nedgången avspeglar både att statsskulden minskade och att staten fortsatte att lösa in gamla lån med höga kupongräntor mot lån med kuponger i linje med det nuvarande ränteläget. Den underliggande nedgången i de löpande räntebetalningarna motverkades av att staten under 2001 realiserade valutaförluster på 12 miljarder kronor. Under 2000 reducerades i stället räntebetalningarna av valutavinster på 6 miljarder. Då gjordes å andra sidan stora räntebetalningar i förtid i kronor till följd av uppköp av obligationer i samband med utförsäljningen av aktier i Telia.

För att tolka utvecklingen av lånebehovet, både enskilda år och över tiden, är det intressant att söka skilja ut *tillfälliga betalningar*. Under 2001 uppgick saldot justerat för tillfälliga nettoinbetalningar, enligt Riksgäldskontorets definition, till ca 25 miljarder kronor (avrundat till närmaste multipel av 5 miljarder för att markera att det är en uppskattning), omkring hälften så mycket som 2000. Närmare en tredjedel av det redovisade överskottet på 39 miljarder kan således hänföras till tillfälliga betalningar. Förfall av bostadsobligationer, som överfördes till Riksgäldskontoret från AP-fonderna i början av 2001 som ett led i pensionsreformen, ökade överskottet med 42 miljarder kronor. I motsatt riktning verkade tillfälliga utbetalningar kopplade till kontorets nettoutlåning till myndigheter, affärsverk och statliga bolag, som netto uppgick till 25 miljarder kronor, samt kursförluster vid uppköp av obligationer på ca 5 miljarder.

## 2.2 PROGNOSE ÖVER STATENS LÅNEBEHOV

### 2.2.1 Mål och rapporteringskrav

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

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

### 2.2.2 Prognosverksamheten

Syftet med lånebehovsprognoserna är att ge underlag för kontorets upplåningsplanering och likviditetshantering. Genom att kontoret publicerar prognoserna är det också lättare för marknadsaktörer att förstå och förutsäga kontorets agerande. Kontoret gör års- och månadsprognoser, vilka publiceras, samt dagsprognoser som internt underlag för kontorets likviditetshantering.

Riksgäldskontoret lade under 2001 om rutinerna för prognosarbetet och för publicering av prognoserna. Kontoret publicerar liksom tidigare en årsprognos för kommande år i maj eller juni, dvs. med en prognoshorisont på som längst omkring 18 månader. En reviderad årsprognos för innevarande år och, i förekommande fall, för nästföljande år presenteras vid ytterligare två tillfällen per år. Prognoserna kommer framgent att ingå i kontorets tertialpublikation, kallad *Statsupplåning – prognos och analys*, som introducerades i oktober 2001. I tertialrapporten publiceras även månadsprognoser fram till och med nästa publiceringstillfälle. Dagsprognoserna görs, liksom tidigare, så att de som ansvarar för likviditetsförvaltningen har tillgång till dagfördelade prognoser för tre månader åt gången.

Tidigare publicerade kontoret nya månads- och årsprognoser varje månad. Enligt kontorets bedömning finns det inte anledning att göra revideringar så ofta, eftersom ny information som kan ändra bilden av den underliggande utvecklingen kommer mer sällan. Publiceringstidpunkterna i det nya tidsschemat är anpassade så att det skall finnas ny information om statsbudgeten och/eller nya bedömningar från Konjunkturinstitutet som underlag för en genomarbetad översyn av årsprognoserna. Ny information om t.ex. större utförsäljningar eller utlåning från Riksgäldskontoret mellan de ordinarie prognostillfällena kan föranleda justeringar av månads- och årsprognoser. De offentliggörs i så fall i samband med att kontoret presenterar utfallet av lånebehovet, vilket alltså görs månadsvis.

### 2.2.3 Utvärdering av prognosverksamheten

Grunden för att analysera prognosernas tillförlitlighet är att beräkna mått på avvikelser mellan prognos och utfall. För årsprognoserna görs detta enklast genom att jämföra prognoserna vid skilda tidpunkter med det slutliga utfallet (avsnitt 2.2.4). För att ge en bild av prognosernas *relativa* tillförlitlighet är det intressant att även se hur andras prognoser utfallit (avsnitt 2.2.5). Årsprognoserna jämförs därför med dem som görs av Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet (KI) och Ekonomistyrningsverket (ESV).

Beträffande effekterna av prognosavvikelser kan konstateras att fel i de långsiktiga årsprognoserna normalt inte har någon direkt effekt på lånekostnaderna, eftersom lånebesluten inte fattas med så lång framförhållning. Indirekta effekter kan dock uppstå i den mån förväntningar om framtida utbud på statspapper påverkar det aktuella ränteläget. Under det år prognosen gäller har årsprognosens betydelse för takten i emissioner av obligationer. Även om takten kan ändras sker detta med viss tröghet. Fel i årsprognosen kan således slå igenom på skuldens duration genom större eller mindre andel obligationsupplåning än planerat.

Månadsprognoserna styr primärt emissionsplanerna för statsskuldväxlar. Växelemisionerna läggs upp så att kontoret i genomsnitt har ett kortfristigt lånebehov. Vid fel i månadsprognoserna fungerar likviditetshanteringen som buffert. Överskattningar av lånebehovet för innevarande eller följande månad kan således leda till att kontoret får mindre behov av kortfristig upplåning än planerat och vice versa vid underskattningar. Fel i dagsprognoserna föranleder anpassningar av kontorets likviditetsposition, i första hand över natten.

Att bedöma kostnaderna för prognosavvikelser är svårt. Sannolikt fördyrar systematiska överskattningar av lånebehovet upplåningen något. Om avkastningskurvan har positiv lutning är det billigast att låna på dagslån. Minskar den korta upplåningen till förmån för växelupplåning ökar således kostnaderna. Detsamma gäller vid ökad andel obligationsupplåning. Effekterna på kostnaderna låter sig emellertid inte kvantifieras. Dels är genomslaget på skuldens genomsnittliga löptid vanligen obetydligt, eftersom nettolånebehovet är litet i förhållande till både skuldstocken och den upplåning som krävs för att refinansiera förfallande lån. Dels beror resultatet på hur och vid vilka tidpunkter kontoret skulle ha lånat om utfallet varit förutsett, samt på vilka lånevillkor som rätt då. Eftersom det inte går att översätta ett visst lånebehov till en viss upplåning, skulle jämförelser med alternativa låneplaner bli godtyckliga.

Kontorets kvalitativa bedömning är att års- och månadsprognoserna har störst betydelse, eftersom fel i dessa kan få mer varaktiga effekter på skuldens sammansättning. Denna bedömning avspeglas i prioriteringarna både i det löpande prognosarbetet och i pågående utvecklingsprojekt.

Kontoret gör mot denna bakgrund inget försök att mäta effekterna på kostnaderna av prognosavvikelser. Framställningen nedan inriktar sig på att mäta prognosernas absoluta och relativa precision. Redovisningen här avser års- och månadsprognoserna. Motsvarande uppföljningar görs av dagsprognoserna, men kontoret har valt att inte inkludera dem i årsredovisningen.

### **2.2.4 Prognosemas tillförlitlighet**

#### *Årsprognoser*

I diagram 2.2 visar de vänstra diagrammen hur prognosen för respektive år sedan 1997 efter hand justerats. Den heldragna linjen i diagrammen visar utfallet. Vid den externa presentationen av årsprognosen har kontoret tidigare, för att markera osäkerheten i uppskattning, angett ett intervall i jämna tiotal miljarder (grått fält). Från och med

november har ett heltal angivits. I maj 2001 övergick kontoret till att genomgående redovisa prognosen som ett heltal i miljarder i syfte att förenkla presentationen. Under perioden har både prognoser och utfall påverkats av förväntade och oförväntade utförsäljningsinkomster. För att belysa effekterna av dessa redovisas prognoser och utfall exklusive utförsäljningsinkomster i de högra diagrammen.

Lånebehovet 2001 var negativt med 38,7 miljarder kronor. I den första prognosen för 2001, som kontoret publicerade i juni 2000, angavs ett intervall på 30–40 miljarder kronor. Den underliggande interna prognosen var 38,1 miljarder. På totalnivå var felet i den första prognosen således endast 600 miljoner kronor. Ser man till de olika komponenterna i lånebehovet framkommer emellertid att delarna utvecklades väsentligt annorlunda än vad kontoret räknade med.

Som framgår av diagram 2.2 gjorde kontoret ett flertal revideringar i årsprognosen och räknade som mest med ett överskott på 86 miljarder. Går man igenom de justeringar som kontoret gjorde under prognosperioden framstår de flesta som välmotiverade, trots att de gjorde att totalprognosen avlägsnade sig från vad som skulle bli utfallet. Justeringarna gjordes i många fall på grundval av ny information. Vissa ändringar var också anpassningar till registrerade utfall, t.ex. stora skatteinbetalningar i februari. Delarna i prognosen justerades således i flertalet fall i rätt riktning. Precisionen i den första bedömningen är således skenbar och resultatet av att avvikelser i delprognoserna råkat ta ut varandra.

Ett exempel är att kontoret missbedömde effekterna av AP-fondsöverföringen. Prognosen i juni 2000 byggde på antagandet i budgetpropositionen att 20 miljarder bostadsobligationer skulle förfalla under 2001. Utfallet var 42 miljarder, till följd av dels att andelen bostadsobligationer i överföringen var större, dels att de hade kortare löptid än väntat. Rättvisande siffror fanns med i prognosen fr.o.m. oktober 2000. I motsatt riktning verkar att kontoret från början räknade med utförsäljningsinkomster på 30 miljarder, främst på grundval av planerna att sälja ut ytterligare aktier i Telia före utgången av 2001. Bedömningen justerades till 15 miljarder i oktober 2000 och till 1,5 miljarder i oktober 2001. Slutresultatet blev noll.<sup>1</sup> Utförsäljningar tillhör regelmässigt de svåraste komponenterna i prognosen, eftersom förhandsinformationen är knapphändig och beslut ofta fattas sent; se högra delen i diagram 2.2.

En viktig felkälla var utlåningstransaktioner. Kontoret räknade ännu i början av oktober 2001 med att nettoutlåningen skulle bli 10 miljarder kronor. Lånet till Sveaskog för att finansiera uppköpet av AssiDomän och vissa affärsverks och bolags beslut under december att utnyttja kreditramar i Riksgäldskontoret gjorde att utfallet blev 25 miljarder. Även för lånetransaktioner gäller att underlaget för prognoser är litet och att beslut ofta fattas sent.

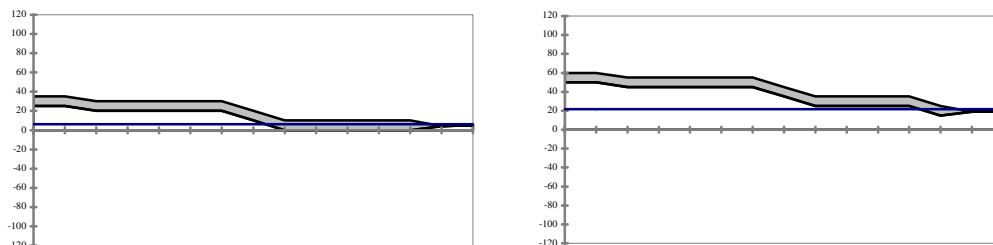
---

<sup>1</sup> Om man betraktar lånet till Sveaskog som en tillfällig omvänd utförsäljning, kan utfallet sägas vara -12 miljarder.

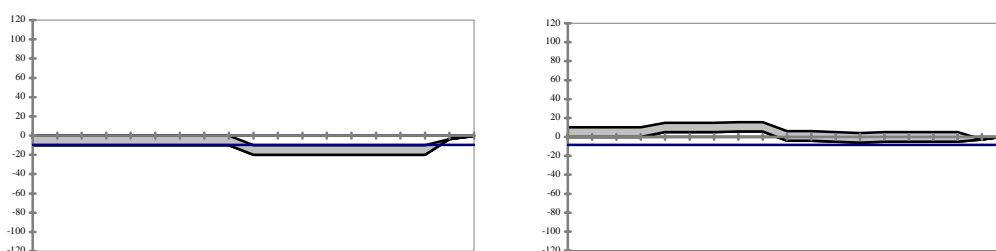


**Diagram 2.2 Riksgäldskontorets årsprognoser 1997–2001, totalt (vänster diagram) samt exklusive utförsäljningar (höger diagram), miljarder kronor**

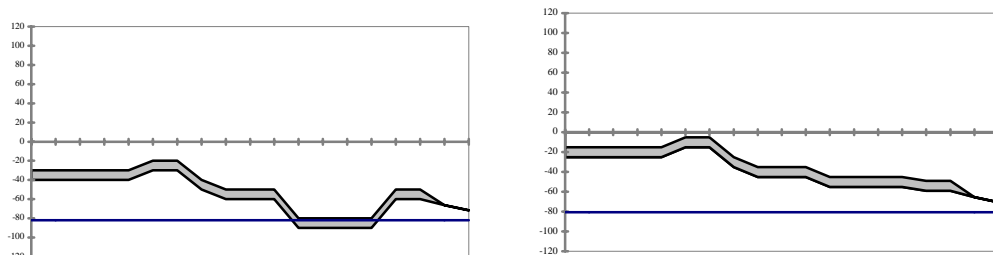
1997 (första prognos oktober 1996)



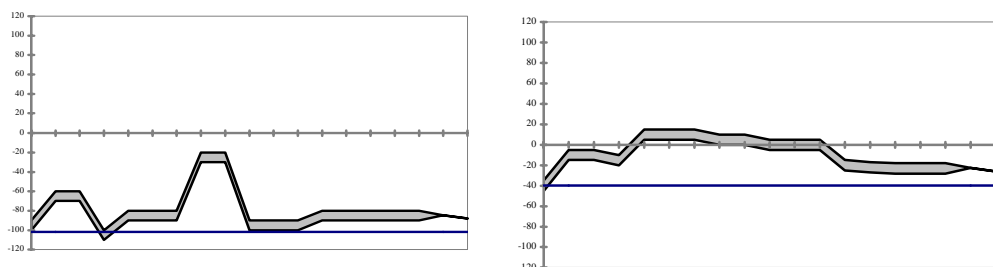
1998 (första prognos juni 1997)



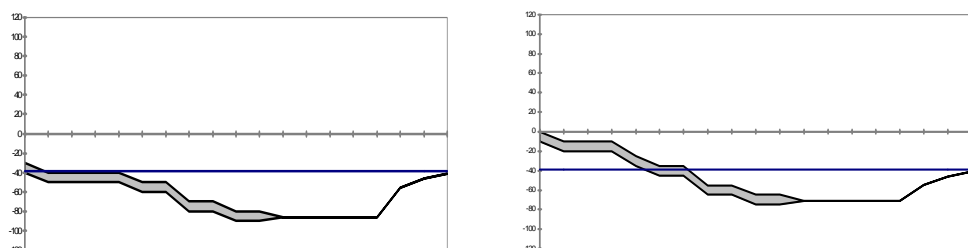
1999 (första prognos juni 1998)



2000 (första prognos juni 1999)



2001 (första prognos juni 2000)



En komponent där justeringarna gick åt olika håll under året är fyllnadsinbetalningarna. Kontoret valde i januari 2001 att höja prognosen som en extrapolering av utfallet från december 2000. Beslutet korrigerades i oktober sedan börsnedgången ändrat bedömningen av hushållens reavinster. Den slutliga bedömningen visade sig vara något för försiktig, men låg närmare utfallet än motsvarande prognoser de närmast föregående åren. Fyllnadsinbetalningar är notoriskt svårbedömda, även bortsett från att det var svårt för kontoret att förutse hur börserna skulle utvecklas under året.

Revideringarna av räntebetalningarna gick också åt olika håll. Den första prognosen låg således närmare utfallet än den som gjordes i maj. Precis som med det primära lånebehovet är dock avvikelserna i delprognoserna betydande. Således var räntebetalningarna och de realiserade kursförlusterna på valutaskulden större än kontoret räknade med i juni 2000. Det beror bl.a. på kronans utveckling. När den första prognosen gjordes, som vanligt med utgångspunkt i rådande räntor och växelkurser, låg TCW – ett handelsvägt växelkursindex som ger en god approximation av valutaskuldens sammansättning – omkring 122. Genomsnittsvärdet för TCW under 2001 var 136,1. Omvänt var räntebetalningarna på kronskulden mindre, bl.a. till följd av lägre räntenivå.

Revideringarna under de följande månaderna innebar i första hand att prognosen för valutaräntorna minskade. Ränteberäkningarna bygger på information i ett av kontorets finansadministrativa system. I början av 2001 byttes det system där underlaget till prognoserna hämtas ut. Under de första månaderna fanns brister i informationen, vilket ledde till fel i prognosunderlaget och större avvikelser i ränteprognoserna än normalt. Under slutet av året var avvikelserna i ränteprognoserna tillbaka på normal nivå. Problemen synes således nu vara lösta. Kontoret borde dock tidigare ha undersökt orsakerna till avvikelserna.

Ser man till kontorets bedömningar av löpande skatteinbetalningar och utgifter är avvikelserna små. Sammantaget har skatteinbetalningarna legat något högre än väntat och utbetalningarna något lägre. Notabelt är att den ekonomiska avmattningen, som var tydlig redan från årets början, inte föranledde några nämnvärda justeringar i prognosen. Utfallet indikerar att denna bedömning, som byggde på att avmattningen skulle få små effekter på skattebaserna och arbetslösheten under 2001, var riktig.

Sammanfattningsvis berodde en stor del av prognosavvikelserna på faktorer som svårligen låter sig prognostiseras, t.ex. politiska beslut om utförsäljningar och speciella lånetransaktioner. Betalningar av kvar- och fyllnadsskatter, också erfarenhetsmässigt svårbedömda, bidrog också till fel. Däremot var kontorets prognoser av löpande skatteintäkter och av utgifter träffsäkra. Detta överensstämmer i stort med erfarenheterna från tidigare år. Kontorets ränteprognoser var mindre tillförlitliga än under tidigare år, till följd av dels stora växelkursrörelser, dels tekniska problem i samband med byten av system.

### *Månadsprognoser*

Som framgår av avsnitt 2.2.2, gör kontoret inte längre månadsprognoser enligt ett rullande schema. Tidshorizonten varierar därför mellan månaderna, vilket gör standardiserade jämförelser av det slag som kontoret tidigare redovisat omöjliga. I tabell 2.2 nedan

redovisas första publicerade prognos och utfall för respektive månad under 2001. Medianfelet uppgår till 3,8 miljarder, vilket är lägre än 2000, trots att 2001-prognoserna gjordes med i genomsnitt längre framförhållning.

**Tabell 2.2 Lånebehovet 2001, prognos och utfall månadsvis, miljarder kronor**

Månad	Prognos	Utfall	Avvikelse
Januari	22,8	19,3	-3,5
Februari	-34,9	-45,3	-10,4
Mars	-1,0	-4,3	-3,3
April	20,0	17,9	-2,1
Maj	-9,0	-10,4	-1,4
Juni	-4,5	-9,4	-4,9
Juli	-9,5	-5,4	4,1
Augusti	3,0	5,8	2,8
September	-15,4	-34,3	-18,9
Oktober	-4,2	-3,7	0,5
November	-1,5	-1,9	-0,5
December	13,4	32,8	19,4

Tre månader gav fel över 5 miljarder. I februari kom överraskande stora fyllnads- och kvarskattebetalningar. Felet i september beror på att kontoret lät ett bostadsinstitut i förtid lösa in bostadsobligationer med ordinarie förfall i december till ett värde av 19 miljarder, dvs. ett låneplaneringsbeslut från kontorets sida och utan effekter på årsprognosen. Den stora avvikelsen i december sammanhänger med att kontoret när prognosen publicerades i oktober inte hade information om Sveaskogsaffären och tidigareläggning av jordbruksstöd.

### 2.2.5 Jämförelser med andra prognosmakare

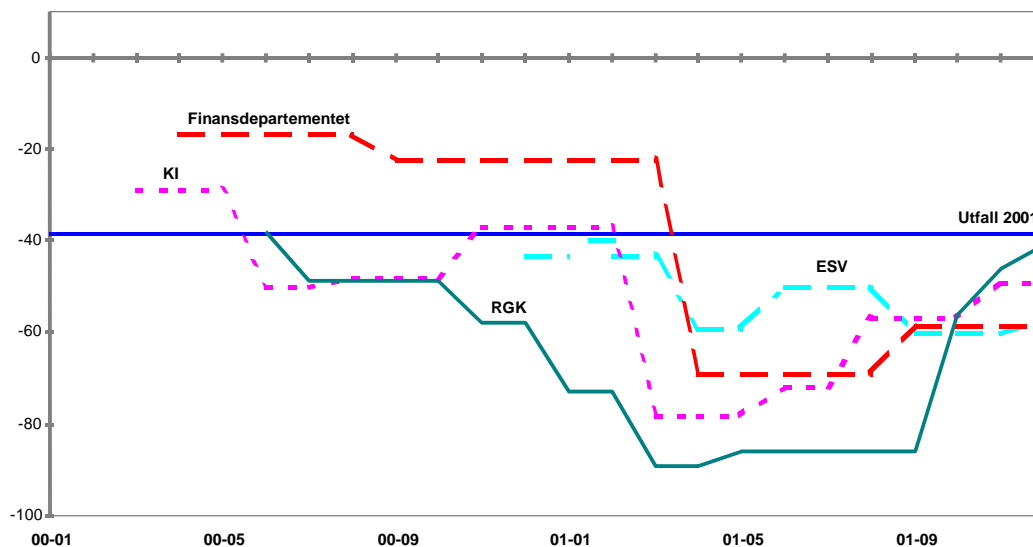
I tidigare årsredovisningar har Riksgäldskontoret jämfört kontorets första årsprognos med motsvarande prognoser från Finansdepartementet, KI och ESV. Som framgått ovan har prognosen för 2001 präglats av stora revideringar, varför en sådan jämförelse vore missvisande. I diagram 2.3 redovisas därför hur de olika prognoserna för 2001 utvecklats över tiden.

Samtliga justerade ner sina prognoser för lånebehovet under perioden, fast från olika startnivåer och i olika mån. Samtliga underskattade också lånebehovet under en stor del av prognosperioden. Bedömningarna var samstämmiga i oktober 2001. Skillnaden mellan dessa bedömningar och utfallet beror på beslut om stora betalningar som inte ingick i budgetpropositionen.

Sammantaget har Riksgäldskontorets prognos avvikit mer från utfallet än de övrigas. Den konvergerade dock snabbare än de övriga mot utfallet. Orsakerna till detta mönster är svåra att avgöra utan en granskning av delarna i respektive prognos. Som framgått ovan innehöll Riksgäldskontorets första prognos stora felbedömningar trots att summan råkade överensstämma med det slutliga utfallet. Med all sannolikhet innehåller även de övrigas prognoser fel i delarna som i större eller mindre grad tagit ut varandra. Även metodmässiga faktorer spelar roll. ESV gör t.ex. inte prognoser över utförsäljningsinkomster

utan inkluderar dem först när formella beslut är fattade. ESV:s bedömningar varierar därmed mindre under ett år när inga utförsäljningar sker.

**Diagram 2.3** Årsprognoser och utfall för lånebehovet 2001, miljarder kronor



## **3 UPPLÅNING OCH SKULDFÖRVALTNING**

### **3.1 INLEDNING**

Regeringen beslutar om de övergripande riktlinjerna för statsskuldspolitiken. De utgår från målet att kostnaderna långsiktigt skall minimeras samtidigt som hänsyn skall tas till de risker som är förenade med förvaltningen av statsskulden. Riktlinjerna anger hur skulden skall fördelas mellan olika skuldslag, skuldens löptid samt skuldens förfalloprofil. För 2001 var dessa riktlinjer i korthet:

- Skulden i utländsk valuta skulle amorteras med 35 miljarder  $\pm$  15 miljarder.
- Andelen reallån i statsskulden långsiktigt skall öka.
- Den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden skulle vara  $2,7 \pm 0,3$  år.
- Upplåningen skulle inriktas så att inte mer än 25 procent av skulden förfaller inom de närmaste 12 månaderna. Högst 30 procent av skulden får förfalla inom 12 månader.

På grundval av regeringens riktlinjer fastställer Riksgäldskontoret interna riktlinjer – s.k. strategiska beslut – för den operativa verksamheten. Valutamandatet behandlas under avsnitt 3.2.5 och realskulden under avsnitt 3.4. Hantering av skuldens löptid behandlas under avsnitt 3.2.1 och skuldens förfalloprofil under avsnitt 3.2.4 Den nominella kronskulden och i viss mån även den reala skulden skall utvärderas i kvalitativa termer; underlag för denna utvärdering ges under avsnittet 3.5 om marknadsvärdande åtgärder.

Utifrån riktlinjerna bestämmer Riksgäldskontoret ett antal mer detaljerade mål för den operativa förvaltningen av statsskulden. De viktigaste av dessa beslut är fördelning av durationsmålet mellan den nominella kronskulden och valutaskulden samt fördelningen mellan olika valutor i valutaskulden. Hanteringen av durationsmålet för de olika delskulderna behandlas under avsnitt 3.2.2 och valet mellan valutor i valutaskulden under avsnitt 3.2.6.

Den operativa förvaltningen redovisas i avsnitten 3.3 – 3.9.

### **3.2 STRATEGISKA BESLUT**

#### **3.2.1 Duration i den samlade nominella skulden**

Riktlinjebeslutet för 2001 angav att riktvärdet för durationen i den nominella skulden, (nominell kronskuld och skuld i utländsk valuta), skulle vara  $2,7 \pm 0,3$  år. Riksgäldskontoret valde att inte avvika från mitten av detta intervall. Kontorets beslut baserades på den analys som gjordes i riktlinjeförslaget inför 2001. Analysen bygger på antagandet om en i genomsnitt positivt lutande avkastningskurva, vilket betyder att det i genomsnitt över tiden blir billigare med kort upplåning jämfört med lång. Denna lägre kostnad skall dock vägas mot en ökad refinansieringsrisk som följer av kort upplåning. Bedömningen i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning och regeringens beslut angav att en duration på ca 2,7 år bedömdes ge en lämplig avvägning mellan kostnad och risk.

Ingen ny information tillkom under året som förändrade den ursprungliga bedömningen. Riksgäldskontoret har därför valt att inte avvika från riktvärdets mittpunkt på 2,7 års duration. Exempel på faktorer som skulle kunna ändra analysen är om t.ex. avkastningskurvan väsentligt skulle ändra karaktär eller om räntenivån skulle nå extremt låga eller höga nivåer. Det måste också finnas skäl att tro att förändringarna kommer att vara relativt bestående för att det skall löna sig att lägga om durationen, eftersom skuldens duration tar lång tid att förändra.

### **3.2.2 Fördelning av duration mellan valutaskuld och nominell kronskuld**

Liksom tidigare år valde kontoret att uppnå det totala durationsmålet genom att differentiera durationen i den nominella kronskulden och valutaskulden. I kronskulden sattes durationsmålet till  $2,9 \pm 0,3$  år och i valutaskulden till  $2,3 \pm 0,3$  år. Detta beslut baserades i första hand på marknadsvärdshänsyn för den inhemska obligationsmarknaden. I den inhemska skulden strävar kontoret efter att upprätthålla en likvid obligationsmarknad, vilket kräver en viss andel emissioner i långa löptider. Denna policy har lett till en duration på knappt tre år. En omläggning till samma duration i valutaskulden och den nominella kronskulden skulle kräva stora förändringar i emissionspolicyn, alternativt stora volymer ränteswappar. Båda alternativen är förknippade med betydande kostnader.

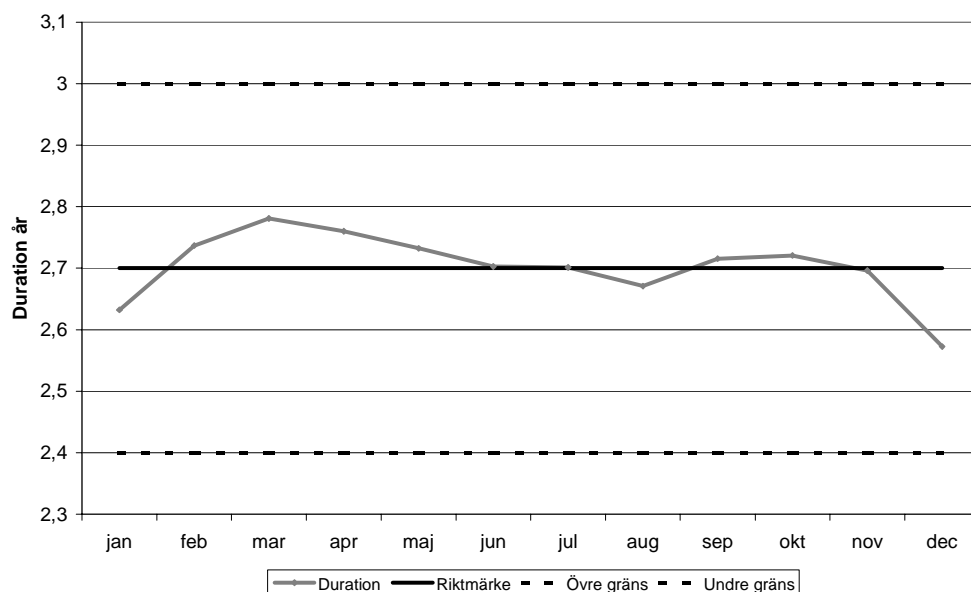
De kvantitativa modellberäkningar som kontoret gjort på historisk data visar att en portfölj med något olika duration i kron- och valutaskuld har i princip samma risk- och kostnadsegenskaper, som en portfölj med samma duration i båda skuldslagen.

En schablonmässig beräkning på marknadsdata för 2001 där räntekostnaderna för en skuld med en duration på 2,7 år i både den svenska och den utländska skulden jämförs med räntekostnaderna för en skuld med differentierad duration på 2,9 år respektive 2,3 år indikerar att en delad duration under det gångna året inneburit en i sammanhanget marginell besparing på ca 0,4 baspunkter. Det motsvarar ca 40 miljoner kronor under 2001. Beräkningen stöder således bedömningen att en något differentierad duration i de två portföljerna har liten betydelse.

Givet att kostnads- och riskskillnaderna är små och att det skulle var förknippat med betydande kostnader i form av transaktionskostnader och avsteg från emissionspolicyn att ha samma duration i båda skuldslagen, beslutade kontoret att bibehålla olika duration i kronor respektive utländsk valuta.

### **3.2.3 Hantering av durationen under året**

Durationsmålet för den nominella skulden uppnåddes som nämnts genom en duration på  $2,9 \pm 0,3$  år i den nominella kronskulden och  $2,3 \pm 0,3$  år för valutaskulden. Durationen i valutaskulden hölls förutom mindre avvikelser som följt av den aktiva förvaltningen konstant på riktvärdet. Variationer i durationen för den samlade nominella skulden förklaras därför i stort sett enbart av förändringar i kronskuldens duration. Den nominella skuldens duration varierade under året kring riktvärdet enligt diagrammet nedan.

**Diagram 3.1 Durationsutveckling nominell skuld under 2001.**

Kontoret tar inga positioner i förvaltningen av kronskulden. Skuldens storlek gör dock att durationen inte kan styras exakt. Att duration varierat beror främst på:

- Fluktuationer i det kortsiktiga lånebehovet, vilket leder till variationer i statsskuldväxelstockens storlek och övrig kortfristig finansiering.
- Varierande räntenivåer. Under året har svenska obligationsräntor varierat i ett intervall på omkring 100 baspunkter, vilket påverkar durationen med omkring 0,10 år.
- Kupongutbetalningar, som gör att skuldens duration tillfälligt stiger.

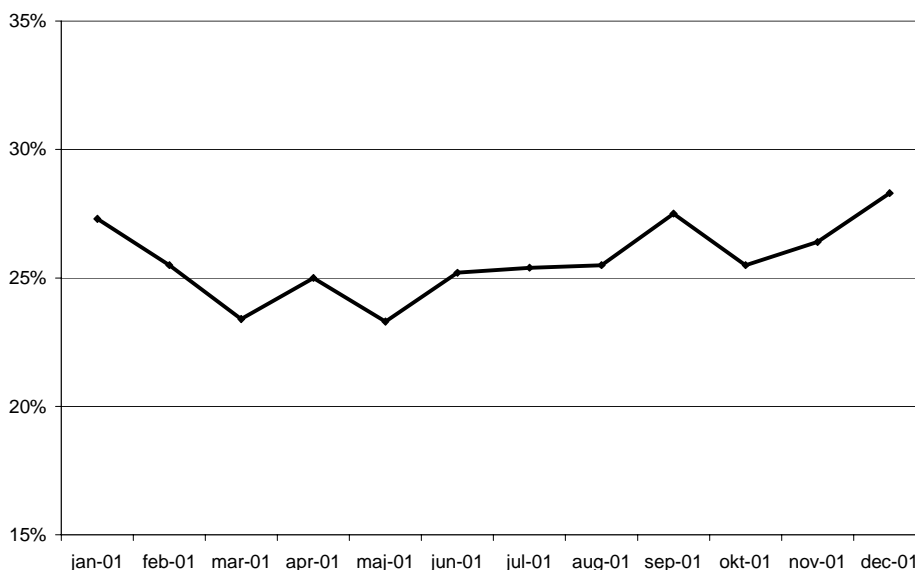
I början av året var det kortfristiga lånebehovet relativt stort vilket förklarar att durationen då låg under målet på 2,9 år. Minskad andel kort finansiering förklarar därefter uppgången i durationen fram till mars. Durationen minskade sedan successivt fram till augusti, vilket förklaras av att andelen kort finansiering då ökade samt att stigande långräntor också påverkade durationen i samma riktning. Under årets sista månad var det återigen det kortfristiga lånebehovet oväntat stort vilket fick durationen att falla. Vissa avvikelser från durationens riktvärde är naturligt då det skulle vara förknippat med stora kostnader att hålla durationen på en exakt bana. Kontoret har inte behövt använda derivatinstrument eller påtagligt ändra planerade emissioner för att påverka durationen.

### 3.2.4 Statsskuldens förfalloprofil

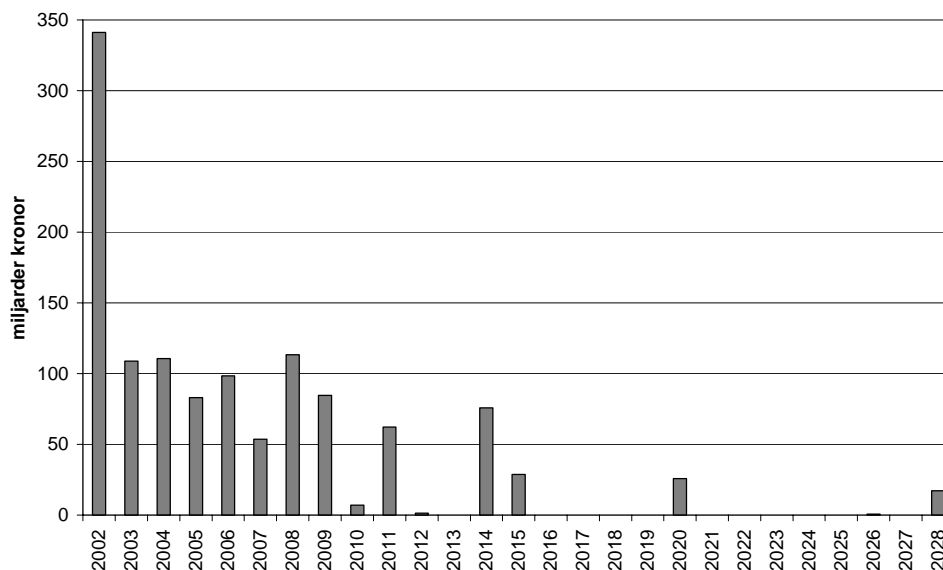
Regeringens riktlinjer om statsskuldens förfalloprofil gäller all upplåning; nominell- och real kronskuld och valutaskuld, dock inte derivat. Förfallen inom 12 månader påverkas främst av växelstockens storlek och i övrigt främst av förfallande obligationer i svenska kronor samt utlandslån. Växelstockens storlek varierar i hög grad med variationer i upplåningsbehovet på kort sikt och är svår att styra. Obligationer i svenska kronor förfaller normalt en gång per år. Den utestående stocken av ett lån kan vara ca 5 procent av den totala skulden. Avgörande för om målet om högst 25 procents förfall inom 12

månader kan uppfyllas kan då vara om kontoret hinner byta in obligationslånet mot längre växlar innan obligationen hinner bli kortare än 365 dagar. Den exakta gränsen på 12 månader kan således göra det problematiskt för kontoret att uppfylla målet under årets samtliga dagar. Kontoret har dock strävat efter att hålla en god marginal till den övre gränsen på 30 procent, vilken inte heller har överskridits under året. I diagram 3.2 nedan har den korta finansieringen i dagslån, repor och on tap-växlar antagits ha ett genomsnitt på 15 miljarder kronor. Detta innebär att andelen förfall inom 12 månader kan ha varierat ytterligare ca 2-3 procentenheter för enskilda dagar. Förfalloprofilen vid årets utgång återfinns i diagram 3.3.

**Diagram 3.2 Andel skuld i procent som förföll inom 12 månader 2001.**





**Diagram 3.3 Förfalloprofil för den samlade statsskulden den 31 december 2001**

### 3.2.5 Tillämpning av valutamandatet

#### *Inledning*

Om det variationsutrymme ( $\pm 15$  miljarder) som gavs för amorteringen av valutaskulden skrev regeringen i riktlinjebeslutet: "flexibiliteten (...) skall kunna utnyttjas för att främja målet om att minimera kostnaderna för förvaltningen med beaktande av risk.

Flexibiliteten i amorteringstakten kan därmed grundas på överväganden gällande t.ex. ändringar i lånebehov, lånevillkoren på kronmarknaden, marknadsvårdshänsyn, skillnader i dessa avseenden mellan olika år samt strategiska bedömningar av kronkursens utveckling".

Regeringen angav således för första gången tydligt att kronkursens utveckling skulle vägas in vid Riksgäldskontorets hantering av valutamandatet. Det var också den under året svaga kronkursen som kom att bli avgörande för kontorets hantering av valutamandatet. Kontoret beslutade vid två tillfällen att anpassa amorteringstakten nedåt på grund av den svaga kronkursen. Dessutom fattade regeringen i juli beslut om att sänka riktvärdet för amorteringen av valutaskulden från 35 till 25 miljarder kronor.

Kontorets beslut att utnyttja intervallet i valutamandatet baserades på strategiska, långsiktiga bedömningar av i första hand valutakursutvecklingen och måste därför också utvärderas i det perspektivet. Slutligt facit för om ett beslut att avvika från riktmärket bidragit till att minska kostnaderna för valutaamorteringarna ges först vid den tidpunkt när amorteringen faktiskt är genomförd. Det är först då det är möjligt att i kronor mäta skillnaden mellan den växelkurs som skulle ha betalats om amorteringarna skett under, i detta fall, 2001 och den faktiska kursen. När denna tidpunkt kommer att infalla, liksom vilken kurs som då kommer att råda, är omöjligt att idag förutse. Följaktligen måste den löpande utvärderingen av om beslutet var korrekt i väsentlig grad bygga på granskning av

rimligheten i den analys som beslutet byggde på. Nedan redovisas därför besluten och motiven bakom dessa.

### *Motiv för Riksgäldskontorets hantering av valutaskulden*

Riksgäldskontorets motiv att sänka amorteringen under det av regeringen angivna riktvärdet baserades på att kronan bedömdes vara svag, framförallt gentemot den amerikanska dollarn, men även sett i relation till bredare index som TCW, vilket utgör en relativt god approximation för valutafördelningen i valutaskulden.

Det första beslutet att avvika från regeringens riktvärde fattades i december 2000. I beslutet anges att framförallt dollarn sett utifrån ett historiskt perspektiv mot kronan framstod som undervärderad. I relation till euron var kronan, som då låg kring 8,50, inte påtagligt svag. Samtidigt framstod kronan, bl.a. i studier från Konjunkturinstitutet, som i genomsnitt undervärderad. Obalansen hänförde sig framförallt till dollarn, men även mot andra valutor i TCW-indexet, såsom exempelvis gentemot det brittiska pundet, var kronan svag.

En viktig del i kontorets analys var att kronan framstod som svag jämfört med tidigare, samtidigt som fundamentala faktorer framstod som positiva för kronkursen. Det gällde stabila statsfinanser, överskott i bytesbalansen samt låg inflation. Det låg därför nära till hands att tro att den svaga kronan snarast förklarades av mer tillfälliga faktorer såsom svag börsutveckling, med därpå följande aktieförsäljningar av utländska placerare, förväntningar om strategiska omallokeringar till utländska tillgångar från bl.a. AP-fonderna samt den fortsatta amorteringen av statens valutaskuld. När väl dessa tillfälliga effekter klingat av bedömdes kronan åter kunna stärkas till följd av stabil och balanserad ekonomisk utveckling.

Riksgäldskontoret fann mot bakgrund av ovan angivna skäl analys att sänka amorteringstakten med 10 miljarder till 25 miljarder kronor. Bedömningen var att kronan under de närmaste åren sannolikt skulle vara starkare än den då aktuella kursen på strax under 130 mätt som TCW, och i så fall skulle en långsammare avbetalning av valutaskulden minska kostnaderna för statsskulden. Riksgäldskontoret betonade såväl i interna beslutsunderlag som i pressmeddelanden att valutakursbedömningar är osäkra och att det var just volatiliteten i valutakurser som gjorde det angeläget att minska andelen valutaskuld i statsskulden. Beslutet att minska valutaamorteringen skulle således ses som att amorteringstakten drogs ner, men att målet att minska valutaskuldens andel alltså låg fast.

Som framgår av diagram 3.4 kom kronan att försvagas ytterligare under första halvåret 2001. Försvagningen accelererade i maj och juni och Riksgäldskontoret beslutade därför i slutet av juni att efter bästa förmåga lägga amorteringar så nära den av regeringens angivna undre gräns på 20 miljarder kronor som möjligt.

**Diagram 3.4. Kronans utveckling i TCW-termer under 2001**

Regeringen beslutade i början av juli, med hänvisning till att kontoret utnyttjat hela utrymmet att reducera amorteringstakten och den svaga kronan, att ändra riktlinjerna avseende valutaskuldens amortering. För att ge kontoret utrymme att ytterligare sänka amorteringarna sänktes riktvärdet till 25 miljarder kronor med samma variationsintervall som tidigare på  $\pm 15$  miljarder kronor.

I början av augusti var kronan alltjämt svag och Riksgäldskontoret beslutade därför att sätta amorteringarna till 10-15 miljarder kronor. Denna förändring gjordes på samma bedömningsgrunder om kronkursens utveckling som vid den första minskningen av amorteringarna.

#### *Utvärdering*

I linje med vad som angivits ovan är det inte meningsfullt att redan efter ett år kvantitativt analysera huruvida beslutet att avvika nedåt kring valutamandatet var klokt. Det går dock att konstatera att kontoret avvek med knappt 10 miljarder från regeringens angivna riktvärde, och att detta skedde med hänvisning till att värdet på kronan skulle normaliseras. Att exakt ange vad en normalisering innebär för kurs i TCW låter sig inte göras. Som räkneexempel kan antas att kronan stärks till 125 i TCW. Snittvärdet under 2001 låg på ca 136, vilket innebär att en förstärkning till de senaste sex årens genomsnitt skulle svara mot en förstärkning på ca 8 procent. Riksgäldskontorets beslut att minska amorteringarna med ca 10 miljarder kronor under 2001 skulle i så fall på lång sikt minska statens länekostnad med knappt 1 miljard kronor.

Denna potentiella besparing, beräknat utifrån några enkla antaganden, skall emellertid vägas mot risken att utvecklingen blir en annan; kronans bana under de senaste åren har visat att även vid makroekonomiskt stabila förhållanden kan värdet på kronan variera betydligt. Det är också därför som kontoret inte valt att föreslå regeringen noll som

riktvärde för valutaamorteringarna trots en svag kronkurs, något som skulle ligga nära till hands om prognosen om stärkt kronkurs skulle betraktas som säker.

För att illustrera risken med att amortera för långsamt kan istället antas att kronan försvagas ytterligare för att sedan stabiliseras på en nivå kring 145 i TCW. Anta sedan att valutaamorteringarna kommande år sker till denna genomsnittliga kurs. I så fall skulle Riksgäldskontorets beslut under förra året att minska på takten i valutaamorteringarna öka kostnaderna för statsskuld förvaltningen med knappt en miljard kronor; en förväntad vinst blir istället en förlust på ungefär lika mycket. Risken att kronan skulle etableras på en så låg nivå ter sig som låg, men den går inte att utesluta och därtill kommer att kronan tillfälligtvis skulle kunna bli än svagare. Det är mot denna bakgrund som Riksgäldskontoret föreslagit, och regeringen beslutat, att valutaskulden långsiktigt bör minska.

Riksgäldskontoret har i hanteringen av valutamandatet under 2001 försökt att väga risken med en hög valutaskuld, vilket talar för en snabb amortering, mot risken att amorteringen sker till en oförmånlig kronkurs, något som talar för en begränsad amortering av valutaskulden när kronan är svag. Övervägande skäl talar alltså för en förstärkning av kronan. Övervägande skäl talar även för att en hög andel valutaskuld är riskfyllt för staten. I balansen mellan dessa bedömningar har Riksgäldskontoret valt att under 2001 dra ner på takten i valutaamorteringarna med knappt 10 miljarder kronor. Dessutom valde regeringen att sänka målvärdet med 10 miljarder kronor. Sammantaget amorterades ca 15 miljarder kronor av valutaskulden under 2001, vilket kan jämföras med regeringens ursprungliga mål att amortera 35 miljarder kronor.

### **3.2.6 Valutafördelning i utlandsskulden**

Skulden i utländsk valuta är fördelad på flera valutor. Regeringen har i sitt beslut inte tagit ställning till denna fördelning utan delegerat beslutet till Riksgäldskontoret. Riksgäldskontoret har fastställt ett s.k. benchmark för valutafördelningen. I detta benchmark ingår 59 procent euro, 20 procent USA-dollar, 9 procent schweizerfranc, 8 procent brittiska pund och 4 procent japanska yen. Fördelningen mellan olika valutor i valutaskulden syftar till att minska risken för fluktuationer i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor. Eftersom Riksgäldskontorets övergripande mål är att minimera kostnaderna med beaktande av risk har kontoret vid två tillfällen bedömt att en viss avvikelse från det riskminimerande riktvärdet varit motiverat i syfte att långsiktigt nå lägre kostnader.

Den första ökningen av risken skedde inför 2000 då andelen skuld i schweizerfranc ökades samtidigt som andelen skuld i euro minskades i motsvarande omfattning. Bedömningen var att skuld i schweizerfranc till följd av den systematiskt låga räntenivån i Schweiz långsiktigt skulle ge en lägre kostnad än skuld i euro till priset av en obetydligt ökad risk. Analysen var i huvudsak tillbakablickande och baserades på hur kostnaden för skuld i schweizerfranc respektive euro hade utvecklats under såväl den senaste tjuugoårsperioden som kortare delperioder. Förändringen av andelen schweizerfranc gjordes eftersom ränteskillnaden bedömdes vara varaktig. Riksgäldskontoret avser inte att skifta tillbaka andelen, med mindre än att schweizerfranc inte längre framstår som en

stabil lågräntevaluta därför är det inte meningsfullt att utvärdera denna förändring annat än i ett längre perspektiv.

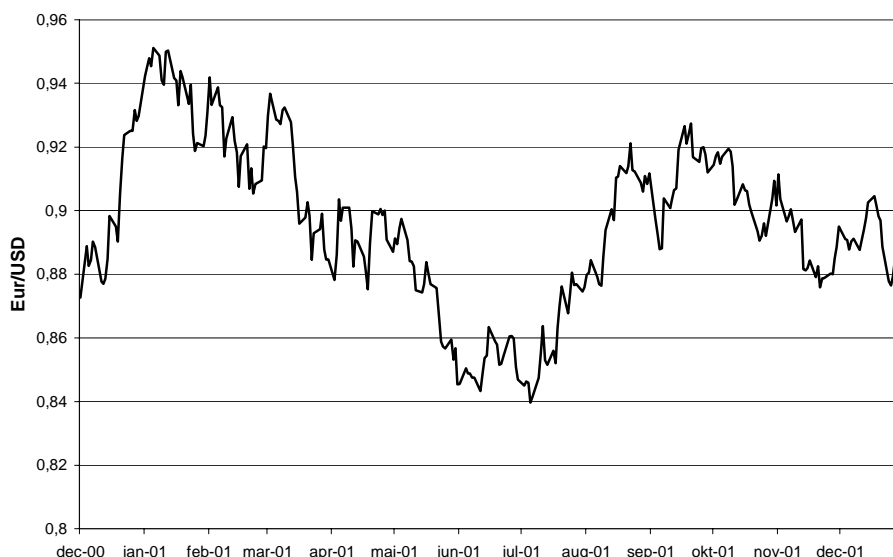
Den andra förändringen skedde i december 2000 då Riksgäldskontoret beslutade att öka andelen dollar i valutaskulden och samtidigt minska andelen euro. Beslutet fattades eftersom som dollarn bedömdes vara kraftigt övervärderad mot euron. Till grund för bedömningen låg en analys som i huvudsak tog fasta på tre faktorer:

- I ett historiskt perspektiv var den reala EUR/USD-kursen extrem.
- Etablerade modeller för reala jämviktskurser indikerade att dollarn var omkring 20 procent övervärderad.
- Det stora amerikanska bytesbalansunderskottet i kombination med svag börsutveckling gjorde EUR/USD-kursen långsiktigt ohållbar.

Rent praktiskt ökades dollarandelen genom att kontoret i slutet av december 2000 sålde dollar mot euro på termin. Totalt motsvarade affären ca 20 miljarder kronor, vilket genomfördes till en genomsnittlig växelkurs på 0,8970 dollar per euro. En enkel tumregel är att för varje procent som euron stärks mot dollarn tjänar kontoret (orealiserat) ca 200 miljoner kronor. Antag att positionen stängs t.ex. när EUR/USD-kursen nått 1,10, då skulle staten tjäna ca 4,5 miljarder kronor  $(1,1/0,8970-1)*20 = 4,5$ . Observera dock att beräkningen förutsätter en oförändrad räntedifferens mellan euro och USA-dollar samt en oförändrad USD/SEK-kurs.

Den förväntade förstärkningen av euron har dock inte inträffat under 2001. Utvecklingen av EUR/USD-kursen framgår av diagram 3.5 nedan.

**Diagram 3.5 Utveckling för EUR/USD-kursens under 2001**



EUR/USD-kursen har under året rört sig i intervallet 0,84 – 0,95 med ett genomsnitt på 0,8953. Direkt efter att omviktningen genomförts steg kursen till drygt 0,94, för att sedan falla trendmässigt ända fram till sommaren då nivån var 0,84. EUR/USD-kursen var då endast två hundradelar från den lägsta nivån någonsin. Euron fick ny kraft uppåt under

hösten men har därefter fallit tillbaka och slutade året på 0,8811, dvs. något under nivån vid omviktningen. Omräknat till kronor innebär det att det orealiserade resultatet under året pendlat mellan plus en miljard och minus en miljard kronor. Vid årets slut var det orealiserade valutaresultatet ca minus 300 miljoner kronor. Räntedifferensen mellan USA-dollar och euro under 2001 innebar att räntekostnaderna blev ca 15 miljoner kronor högre än om förändringen inte hade genomförts.

Kontorets bedömning är att den analys som låg bakom beslutet fortfarande är riktig, även om förväntningarna inte infriats under 2001. Det bör betonas att bedömningen var att EUR/USD-kursen skulle närma sig mer rimliga nivåer inom ett till fem år. Den ökade andelen dollarskuld i riktmärket skall därmed ses som en långsiktig position. Till skillnad från förändringen av andelen schweizerfranc avser dock kontoret att återställa riktmärket vid ett senare tillfälle. Först när den ursprungliga riktmärkesrelationen återställts kan en slutlig utvärdering göras. Däremot kan en löpande uppföljning göras av det orealiserade resultatet.

### **3.3 NOMINELL UPPLÅNING I SVENSKA KRONOR**

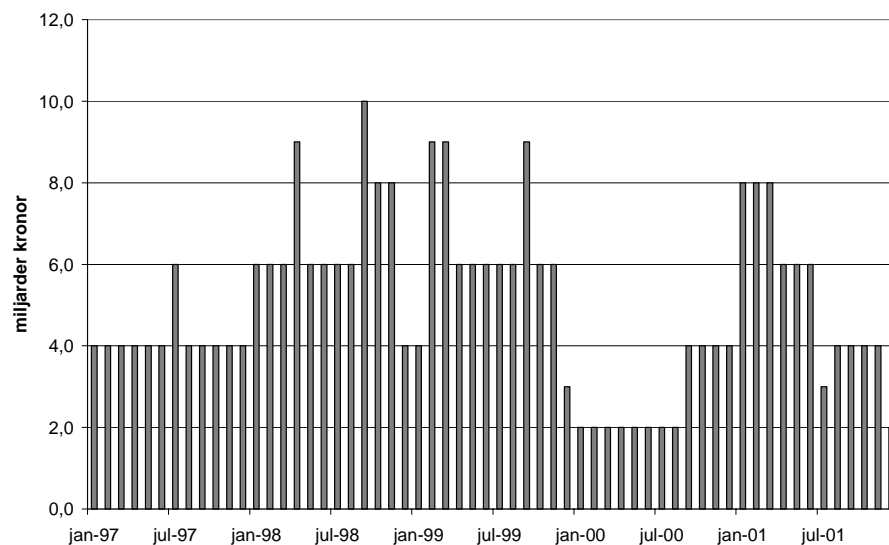
**Statens upplåning i svenska kronor sker till största delen i nominella statsobligationer och statsskuldväxlar. Den kvantitativa utvärderingen från tidigare år där förändringar i skuldens marknadsvärde mäts mot en riktmärkesportfölj har i enlighet med riktlinjebeslutet för 2001 utgått. Utvärderingen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

#### **3.3.1 Verksamhet och marknadsutveckling**

##### *Nominella statsobligationer*

Riksgäldskontoret återgick från och med januari 2001 till att emittera nominella statsobligationer varannan vecka från att under en period ha emitterat endast en gång per månad. Anledningen var ett större upplåningsbehov än under 2000. Förändringen skall främst ses som en återgång till mer normala emissionsvolymen. Lånebehovet var under 2000 mycket lågt i ett historiskt perspektiv, bl.a. till följd av att staten sålde ut aktier i Telia.

Emissionsvolymen uppgick under årets första tre månader till 4 miljarder kronor per auktion, därefter sänktes den till 3 miljarder kronor per auktion i april, och sedan till 2 miljarder kronor per auktion i augusti. Den utbudna volymen uppgick under 2001 till sammanlagt 63 miljarder kronor, jämfört med 32 miljarder kronor under 2000. Fördelningen mellan de olika lånen framgår av tabell 3.1 nedan. De emitterade lånen hade en genomsnittlig löptid på 8,2 år och en duration på 6,6 år.

**Diagram 3.6 Utbudna auktionsvolymen av nominella statsobligationer 1997–2001, miljarder kronor.**

Kontoret började under 2001 till viss del tillämpa en s.k. on the run-policy, som innebär att en stor del av emissionerna koncentreras till löptiderna 2, 5 och 10 år. Det är till dessa löptider, s.k. superbenchmark, som likviditeten koncentreras på den internationella kapitalmarknaden. Kontorets emissioner har i praktiken inriktats på löptidssegmenten fem och tio år. I tvåårssegmentet finns det redan så stora utestående volymer att kontoret inte har sett något behov av att genomföra ytterligare emissioner i dessa lån. Kontorets emissionspolicy har till viss del utformats för att stödja likviditeten i det elektroniska handelssystem, Saxess, som startade i maj 2001. Till en början handlades endast lånet i 10-årssegmentet, men under hösten introducerades även 2-årslånet och 5-årslånet i systemet, för mer information om den elektroniska handeln se avsnitt 3.5.

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

Lån	Förfalldatum	Emitterad volym	Genomsnittlig emissionsränta
<b>1044</b>	2006-04-20	14 000	4,608
1037	2007-08-15	5 998	4,668
1040	2008-05-05	6 997	4,831
1045	2011-03-15	31 996	5,066
1041	2014-05-05	4 000	5,029
<b>Totalt</b>		<b>62 991</b>	<b>4,898</b>

Under 2001 förföll obligationer för ca 14 miljarder kronor. Förfall av nominella obligationer brukar inte uppgå till någon större volym, då kontoret normalt erbjuder marknaden att byta in lån som har en löptid som understiger ett år mot statsskuldväxlar. Under 2001 omfattade byten av detta slag en sammanlagd volym på ca 47 miljarder kronor, varav större delen utgjordes av byten av lån 1039 (5,5%, april 2002) mot statsskuldväxlar.

Den 1 januari 2001 överfördes stats- och bostadsobligationer från AP-fonden till staten, vilket fick den utestående stocken av nominella obligationer att minska med 63 miljarder kronor, se avsnitt 1. Överföringen föranledde att kontoret genomförde byten för att omstrukturera skulden och därmed få en bättre avvägd förfalloprofil. Marknaden erbjöds att byta in lån 1034 (9%, apr. 2009) och 1038 (6,5%, okt. 2006), mot lån 1037 (8%, aug. 2007) och 1043 (5%, jan. 2009), samtidigt som de två förstnämnda lånen miste sin benchmarkstatus. Sammanlagt genomfördes byten mellan dessa lån för ca 21 miljarder kronor.

**Tabell 3.2 Medelvärde för räntespridning och teckningskvot för nominella obligationer halvårsvis 1997-2001 (standardavvikelse inom parentes)**

	1997		1998		1999		2000		2001	
	97:1	97:2	98:1	98:2	99:1	99:2	00:1	00:2	01:1	01:2
Räntespridning <sup>1</sup>	0,55	0,53	0,59	0,60	0,61	0,91	0,34	0,79	0,72	0,70
	(0,67)	(0,30)	(0,39)	(0,23)	(0,36)	(0,58)	(0,26)	(0,53)	(0,38)	(0,51)
Teckningskvot <sup>2</sup>	2,46	2,58	2,33	2,50	3,08	2,62	4,13	2,42	2,15	2,53
	(1,12)	(1,02)	(0,83)	(0,96)	(2,17)	(1,18)	(0,61)	(1,12)	(0,57)	(0,98)

<sup>1</sup> Skillnaden mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna.

<sup>2</sup> Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

Samtliga obligationsemissioner under 2001 blev fulltecknade och ingen auktion skars ned. Räntespridningen var ungefär på samma nivå som tidigare år. Teckningskvoten var något lägre under det första halvåret. En trolig förklaring är att emissionsvolymerna var högre det första halvåret.



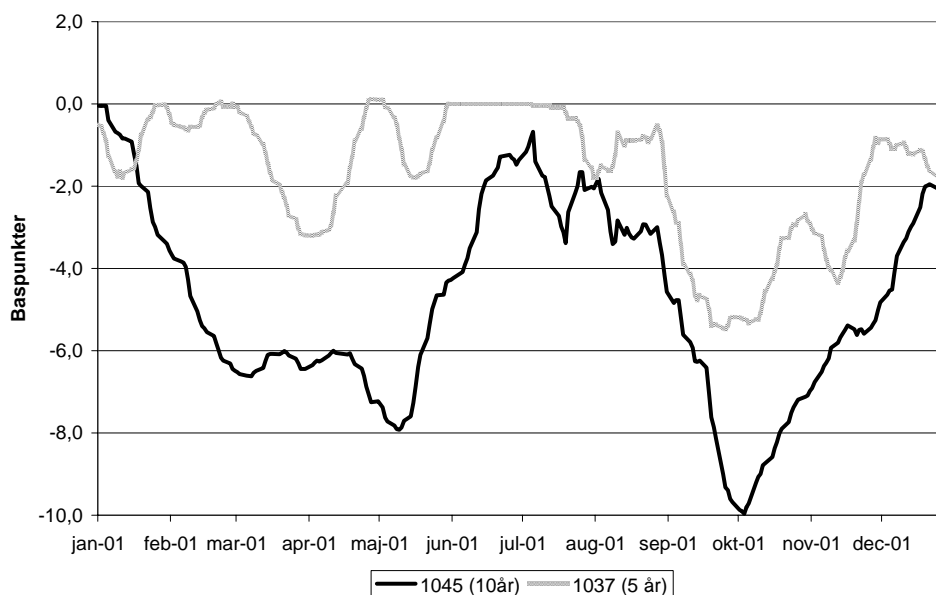
## Relativ prissättning i statsobligationer

Analysen av relativ prissättning av statsobligationer innebär att de faktiska marknadsräntorna för respektive obligation jämförs med en teoretiskt skattad ränta. Denna skattade ränta räknas fram genom att en nollkupongkurva beräknas utifrån marknadsräntorna. Utifrån nollkupongräntorna räknas teoretiska räntor fram som sedan jämförs med respektive obligations marknadsränta. Obligationer som har en ränta under den teoretiska räntan handlas med en premie, d.v.s. de är dyra relativt andra obligationer, och obligationer ovan den teoretiska räntan är billiga. Dyrare på marknaden innebär att de är billigare för Riksgäldskontoret att emittera eftersom de löper till en lägre ränta.

Riksgäldskontoret försöker i viss mån utnyttja den relativa prissättningen genom att främst emittera de obligationer som är dyra för marknaden och de som är mest efterfrågade. Obligationerna som normalt sett handlas med en premie är lånen i 10-, 5- och 2-årssegmentet. De är de lån som anses ha den bästa likviditeten på andrahandsmarknaden och därmed tilldrar sig det största intresset. Dessa lån handlas sedan 2001 också elektroniskt på interbankmarknaden, vilket ytterligare förstärkt fokus på dessa lån.

Vilka lån som handlas elektroniskt bestäms av vilket lån som löptidsmässigt ligger närmast 2, 5 respektive 10 år. En tydlig förändring i prissättningen har kunnat observeras i de nya lån som skall bli nya s.k. superbenchmark. Som framgår av nedanstående bild har såväl det 10-åriga lånet 1045 som lån 1037 som kom att bli det elektroniskt handlade 5-årslånet i december, prissatts lägre än deras teoretiska värde. I genomsnitt har 1045 och 1037 handlat ca 5 respektive ca 2 baspunkter under deras teoretiska referensvärde under året. Kontoret har strävat efter att emittera i lån som på detta sätt har varit, eller på väg att bli superbenchmarklån. Likviditeten kan därmed byggas upp i förväg, samtidigt som den ur kontorets synvinkel fördelaktiga prissättningen utnyttjas.

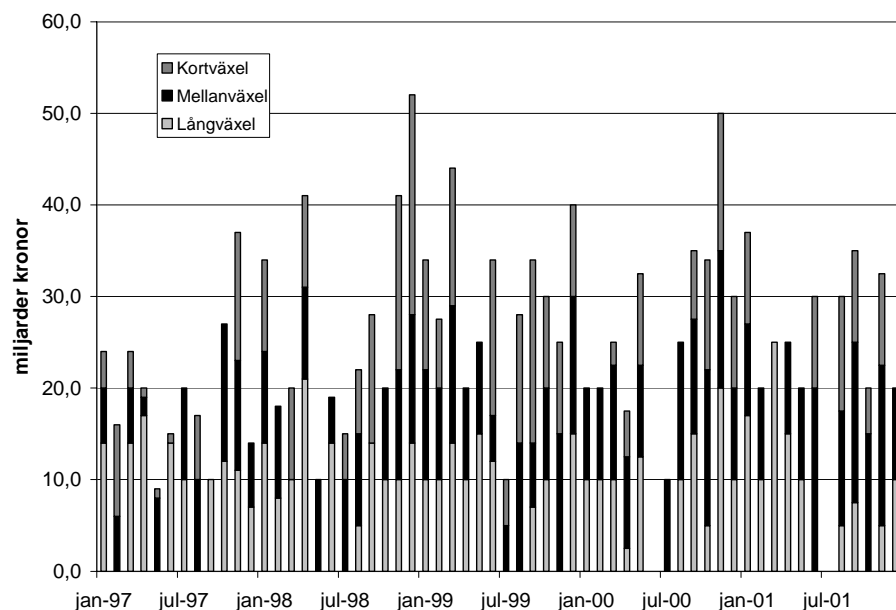
*Relativ prissättning i lån 1045 och 1037, marknadsränta minus teoretisk ränta.*



*Statsskuldväxlar*

Statsskuldväxlar används för att parera säsongsmässiga och andra tillfälliga variationer i lånebehovet. Därför varierar emissionsvolymerna av statsskuldväxlar betydligt mer mellan olika månader än emissionsvolymerna av nominella obligationer. Under 2001 varierade auktionsvolymen mellan 5 och 20 miljarder kr per månad. Auktioner äger normalt rum varannan vecka.

**Diagram 3.7 Utbudna auktionsvolymerna av statsskuldväxlar 1997 – 2001, miljarder kronor.**



Totalt under 2001 utbjöds statsskuldväxlar för 294,5 miljarder kronor. Dessutom ökade den utestående volymen genom de byten från obligationer till statsskuldväxlar som beskrivs under avsnittet om nominella obligationer. Den genomsnittliga emissionsräntan i auktionerna under 2001 var 4,034 procent. Förhållandet mellan emitterad volym och utbjuden volym uppgick till 95,2 procent, motsvarande siffra för 2000 var 94,6 procent. Den procentuella andelen av emissionerna som skurits ned är relativt lik föregående års. Däremot var antalet auktioner som skurits ned endast fyra mot nio stycken 2000; de auktioner som skars ned under 2001 skars alltså ned kraftigare än föregående år. De auktioner som skars ned var koncentrerade till maj och juni månad. De två mätten räntespridning och teckningskvot i tabellen nedan antyder att auktionerna har fungerat normalt under året.

**Tabell 3.3 Medelvärde för räntespridning i baspunkter och teckningskvot för statsskuldväxlar halvårsvis 1997-2001 (standardavvikelser inom parentes)**

	1997		1998		1999		2000		2001	
	97:1	97:2	98:1	98:2	99:1	99:2	00:1	00:2	01:1	01:2
Räntespridning <sup>1</sup>	0,88 (0,71)	0,76 (0,52)	0,66 (0,61)	0,71 (0,65)	0,76 (0,64)	1,30 (0,86)	1,03 (0,84)	1,42 (0,95)	1,27 (0,87)	0,99 (0,56)
Teckningskvot <sup>2</sup>	2,60 (1,78)	1,85 (1,22)	2,70 (1,76)	2,32 (1,28)	2,36 (1,17)	2,29 (1,60)	3,19 (1,66)	2,00 (1,15)	2,03 (1,05)	2,09 (1,01)

<sup>1</sup> Skillnaden mellan genomsnittsränta och högsta accepterade ränta vid emissionerna.

<sup>2</sup> Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

### 3.4 REAL UPPLÅNING

**Sedan 1994 har Riksgäldskontoret gett ut realobligationer. Realobligationer utgör f.n. ca åtta procent av statsskulden. Enligt regeringens riktlinjer bör denna andel långsiktigt öka. Ökningstakten skall dock vägas mot efterfrågan och kostnaderna för annan upplåning med hänsyn till risk.**

#### 3.4.1 Verksamhet och marknadsutveckling

##### *Realobligationsstockens utveckling*

Den totala utestående stocken av realobligationer, mätt som utelöpande diskonterat belopp, minskade under 2001 från 101,4 till 94,2 miljarder kronor. Mätt som andel av statsskulden blir det däremot en ökning från 7,9 procent till 8,1 procent, eftersom statsskulden har minskat under året. Minskningen i den utestående stocken av realobligationer beror till stor del på inleveransen av realobligationer till ett värde av ca 7 miljarder kronor från AP-fonderna vid årsskiftet 2000/2001. Förutom överföringen från AP-fonderna var realstocken i princip oförändrad i absoluta tal under året.

**Tabell 3.4 Förändring av realskulden under 2001, miljarder kronor i utelöpande diskonterat belopp.**

<b>Realskulden den 31 december 2000</b>	<b>101,4</b>
Förfall (lån 3003)	-0,7
Auktioner (inkl. byten och uppköp)	+3,0
Löpande bytesfacilitet	-2,2
Övrigt (AP-fondsöverföring, non-comp <sup>1</sup> )	-7,3
<b>Realskulden den 31 december 2001</b>	<b>94,2</b>

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

##### *Auktioner*

Kontoret fortsatte att hålla auktioner månadsvis för att bibehålla en hög marknadsnärvaro. Totalt genomfördes nio emissionsperioder och sammanlagt 18

auktioner. Samtliga auktioner övertecknades och ingen auktion skars ned. Kontoret fortsatte att prioritera kupongobligationerna i auktionerna. Bytesauktioner där utestående nollkupongobligationer byttes mot kupongobligationer fortsatte. Auktionsvolymerna varierade från 0,3 miljarder kronor till 3 miljarder kronor per auktion.

**Tabell 3.5 Sammanställning realobligationsauktioner 2001, nominella belopp i miljoner kronor.**

Lån	Förfalldatum	Emitterad volym	Teckningskvot	Break-even inflation	Genomsnittlig emissionsränta	Återköp lån	Förfalldatum	Återköp volym
3101	2008-12-01	997	3,02	1,63	3,330			
3104	2028-12-01	2 200	3,64	1,45	3,803	3102	2020-12-01	1 700
3105	2015-12-01	8 243	4,70	1,55	3,627	3001	2014-04-01	9 600
<b>Totalt</b>		<b>11 440</b>	<b>4,35</b>	<b>1,56</b>	<b>3,635</b>			<b>11 300</b>

Utöver detta gjordes ett större uppköp av lån 3002 om sammanlagt 3 miljarder kronor. Bakgrunden till uppköpet redovisas i avsnitt 3.5 ”uppköp av realobligationslån 3002”.

#### *Löpande bytesfacilitet*

För att främja likviditeten i realobligationsmarknaden ges återförsäljarna, utöver kontorets ordinarie auktionsverksamhet, möjlighet att löpande göra riskneutrala byten med kontoret. För att återförsäljarna snabbare än tidigare skall kunna genomföra byten ökades den maximalt tillåtna volymen från 50 miljoner kronor till 100 miljoner kronor per dag och återförsäljare, dock liksom tidigare maximalt 250 miljoner kronor under en kalendervecka. I samband med att lån 3002, (0%, 2004) köptes upp i november stängde kontoret bytesfaciliteten för detta lån.

Under 2001 har kontoret totalt köpt realobligationer för 9,4 miljarder kronor och sålt för 7,2 miljarder kronor i bytesfaciliteten. Anledningen till att beloppet på köpsidan är större än det på säljsidan är att kontoret strävar efter att förlänga stocken i bytena samtidigt som bytena görs med neutral ränterisk för båda parter i bytena.

#### *Break even-inflation*

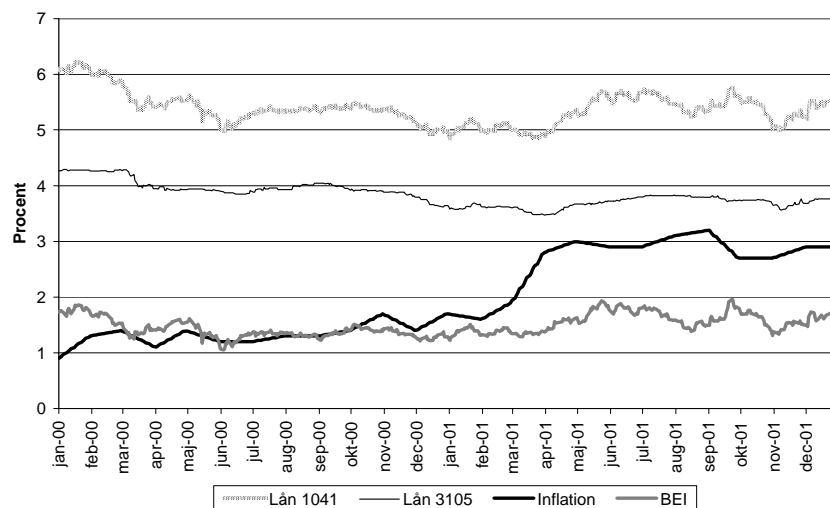
Kontoret använder break even-inflationen<sup>1</sup> som mått för att jämföra kostnaderna mellan nominella lån och reala lån. Under 2001 har kontoret emitterat realobligationer på break even-nivåer mellan 1,4 procent och 2,0 procent och med ett genomsnitt på ca 1,5 procent. Det är ställt i relation till Riksbankens prisstabilitetsmål relativt låga nivåer. Det är också låga nivåer jämfört med de nivåer som kontoret tidigare har emitterat på. Ett viktigt skäl till att kontoret har fortsatt att emittera om än i begränsad omfattning är att värda marknaden. I detta arbete har en viss marknadsnärvaro bedömts vara nödvändig. En kontinuerlig emissionsverksamhet bör på lång sikt leda till bättre likviditet och en högre efterfrågan för produkten. Det bör på sikt medföra lägre uppläningskostnader.

I diagram 3.8 nedan framgår hur break even-inflationen har utvecklats för det nominella lånet 1041 och det reala lånet 3105 samt inflationstakten. Som framgår ökade

<sup>1</sup> Break even-inflationen är skillnaden mellan nominell och real ränta. Om inflationen under löptiden för ett reallån och ett lika långt nominellt lån uppgår till break even-inflationen vid emissionstidpunkten kommer lånen att kosta lika mycket alternativt ge samma avkastning.

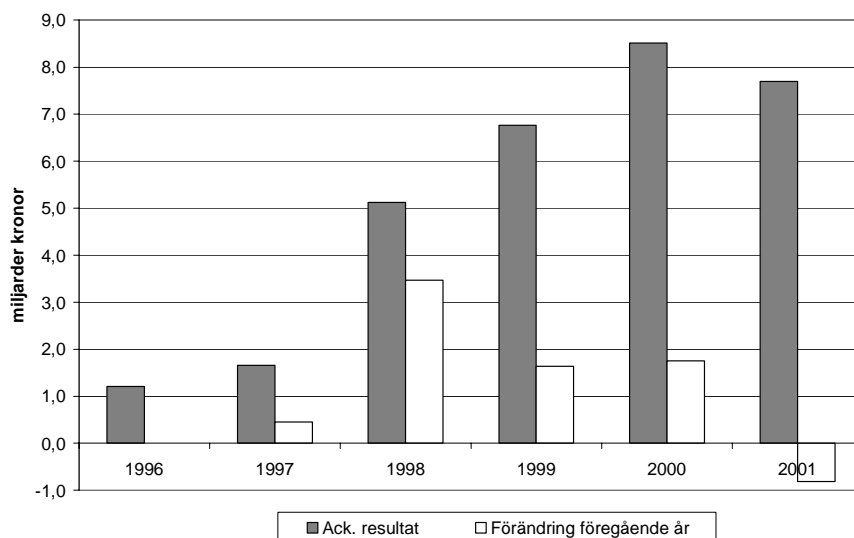
inflationstakten under 2001 från strax under 2 procent till ca 3 procent. Break even-inflationen för dessa lån har under 2001 varierat mellan 1,1 procent och 2,0 procent. Notera att endast de break even-nivåer som kontoret har emitterat på har betydelse för kostnaderna.

**Diagram 3.8 Nominell ränta för lån 1041 (2014, 6,75%), real ränta för lån 3105 (2015, 3,5 %), break even-inflation och inflation under 2000 - 2001.**



### 3.4.2 Resultat och utvärdering

Det ackumulerade resultatet för upplåningen i realobligationer, vilket beräknas som kostnadsskillnaden mellan upplåning i nominella och reala obligationer, var vid utgången av 2001 ca 7,7 miljarder kronor, se diagram 3.9. Resultatet har minskat med 0,8 miljarder kronor från 8,5 miljarder kronor från föregående år. Minskningen beror på att inflationen har stigit under året. Det positiva resultatet från starten av realobligationsverksamheten beror på låga inflationstal under tidigare år. Det faktiska resultatet beror på hur inflationen blir under hela perioden för respektive lån. Det nu ackumulerade resultatet kan således både förbättras och försämrats beroende på hur inflationen utvecklas framöver. Normalt redovisar Riksgäldskontoret resultat för femårsperioder. I detta fall är det dock motiverat att redovisa en längre tidsperiod eftersom resultatet redovisas som den samlade besparingen från det att verksamheten inleddes och eftersom en betydande del av emissionerna i realobligationer skedde före 1997.

**Diagram 3.9 Kalkylmässigt resultat för upplåningen i realobligationer ackumulerat för perioden 1996-2001, miljarder kronor.**

Den 1 oktober 2001 förföll för första gången ett av realobligationslånerna, lån 3003. Lånet var ett femårigt reallnollkuponglån som introducerades 1996. Lånet har lett till en kostnadsbesparing jämfört med nominell upplåning på ca 200 miljoner kronor.

### 3.5 MARKNADS- OCH SKULDVÅRDANDE ÅTGÄRDER

**Marknads- och skuldvard är en samlingsbeteckning för alla de åtgärder som mer eller mindre omedelbart inverkar på den absoluta räntekostnaden för den nominella och reala kronskulden.**

Allmänt sett bestäms upplåningsstrategin inom de ramar som sätts av prognoserna för statens upplåningsbehov och riktlinjerna för fördelning mellan skuldslagen och för durationen. Utifrån dessa ramar bestäms – med hänsyn till att kontoret är den dominerande låntagaren på den svenska räntemarknaden – hur upplåningen skall läggas upp för att bidra till god likviditet och en väl fungerande räntemarknad. En huvudstrategi är att kontorets upplåning skall kännetecknas av långsiktighet, transparens och förutsägbarhet.

Vissa åtgärder påverkar direkt den löpande låneverksamheten eller är regelbundet återkommande, t.ex. byten och uppköp samt erbjudanden om repofaciliteter.

Annan marknadsvårdande verksamhet har mer karaktär av förändring, utveckling och förnyelse och avses få en mer djupgående inverkan på marknaden och dess funktionssätt. Effekterna på räntekostnaderna är mer indirekta och kan utvärderas först på något längre sikt. Ett exempel under 2001 på sådan verksamhet är att kontoret aktivt har verkat för tillkomsten av en elektronisk handelsplats för obligationer

De viktigare marknadsvårdande åtgärder som kontoret gjort under året beskrivs samlat i detta avsnitt.

### **3.5.1 Elektronisk handel**

I maj 2001 startade en elektronisk handelsplats för interbankhandel i obligationer. Starten av systemet föregicks av en längre tids diskussioner mellan återförsäljarna, Riksgäldskontoret och OM. Rent tekniskt sker handeln som en del i OM:s Saxess-system. Kontoret har agerat aktivt för att driva processen i hamn. Bland annat har återförsäljaravtalet ändrats och inkluderar nu även ett krav på att återförsäljarna elektroniskt ställer två-vägspriser i tre utvalda obligationslån. Vidare har provisioner införts för att öka incitamenten att aktivt delta i den svenska obligationsmarknaden. Provisionerna består av en fast och en prestationsrelaterad del och uppgår till sammanlagt 21 miljoner kronor årligen.

Handeln i det elektroniska systemet inleddes i maj med 10-årslånet (lån 1045). Under hösten fasades även 2-årslånet (lån 1042) och 5-årslånet (lån 1044) in i systemet. Återförsäljarna har förbundit sig att ställa tvingande priser till varandra med 2 baspunkters spread mellan köp- och säljränta i de tre lånen. Priserna skall gälla för minst 25 miljoner kronor för 10-årslånet, 50 miljoner för 5-årslånet och 100 miljoner för 2-årslånet.

Introduktionen av elektronisk handel har varit lyckosam. I princip all omsättning i interbankledet i de tre lånen sker i Saxess-systemet. Endast vid mycket volatil marknadsförhållanden har återförsäljarna övergått till telefonhandel. Tillsammans svarar 2-, 5- och 10-årslånen för ca 60 procent av den totala omsättningen för statsobligationer i interbankmarknaden, vilka alltså handlas elektroniskt. De tre lånen som handlas elektroniskt prissätts med en premie, vilket gynnar kontorets emissioner; se även faktaruta om "relativ prissättning" i avsnitt 3.3.1.

### **3.5.2 Utredning av statsskuldväxelmaknaden**

I förra årets årsredovisning angavs att kontoret ämnade göra en utredning av statsskuldväxelmaknaden. Bakgrunden var att andrahandsmaknaden för statsskuldväxlar hade präglats av sämre prissättning och omsättning under en längre tid. I den undersökning som kontoret gjorde under året tillfrågades återförsäljare och investerare genom enkäter och intervjuer om deras uppfattning av statsskuldväxelmaknaden. Utredningen mynnade ut i ett förslag till en förändrad struktur där upplåning föreslogs koncentreras till färre lån för att därigenom främja likviditeten.

### **3.5.3 Bytesfacilitet i realobligationsmaknaden**

Kontoret tillhandahåller en särskild marknadsvärdande mekanism på realobligationsmaknaden för att understödja likviditeten. Återförsäljarna erbjuds kursriskneutrala byten i realobligationer. Systemet syftar till att underlätta handeln genom att återförsäljarna kan få tag på obligationer som är svåra att köpa på andrahandsmaknaden. Under 2001 har kontoret köpt realobligationer för 9,4 miljarder kronor och sålt för 7,2 miljarder kronor i bytesfaciliteten.

### **3.5.4 Uppköp av realobligationslån 3002**

I december 2001 erbjöd kontoret maknaden ett större uppköp av det reala lånet 3002. Orsaken var att realobligationer med kort återstående löptid har en prisbildning som i hög grad är beroende av den kortsiktiga inflationsutvecklingen och förväntningar om enskilda

KPI-utfall. Det gör att prisbildningen blir ryckig, vilket bl.a. medfört att marknadsaktörerna istället för att köpa och sälja på andrahandsmarknaden i stor utsträckning använt kontorets löpande bytesfacilitet. En sådan utveckling kan ge negativa effekter för realobligationsmarknaden som helhet och det är inte heller syftet med kontorets bytesfacilitet. Därför valde kontoret att genomföra ett uppköp av lån 3002 och i samband med detta stängdes bytesfaciliteten för detta lån.

Riksgäldskontoret köpte tillbaka 3 miljarder kronor. Uppköpet mötte ett stort intresse och det kom in bud för totalt 8,75 miljarder kronor vilket innebar en teckningskvot på 2,9. Uppköpet skedde till en break even-inflation på ca 2 procent.

### **3.5.5 Byten och uppköp i nominella statsobligationer**

Placerare i statsobligationer erbjuds regelmässigt att byta benchmarkobligationer med kort återstående löptid mot statsskuldväxlar. Kontorets refinansieringsrisk begränsas i och med att förfallande obligationslån blir mindre och refinansieringen sprids ut på fler lån. Placerare gynnas också då mindre likvida obligationer kan bytas mot mer likvida växlar. Bytena är inte förenade med några kostnader då återköpsräntan på obligationslånet sätts utifrån ett vägt genomsnitt av de emitterade statsskuldväxlarna. Under 2001 byttes ca 47 miljarder kronor in av lån 1039 (förfall april 2002).

Som nämndes i avsnitt 3.3.1 genomfördes även byten i obligationslånen 1034 (april 2009) och 1038 (oktober 2006) mot lån 1037 (augusti 2007) och 1043 (januari 2009) om ca 21 miljarder kronor. Bakgrunden till bytena var att justera förfalloprofilen efter den inleverans av nominella obligationer om ca 63 miljarder kronor från AP-fonderna till staten i januari 2001.

### **3.5.6 Marknadsvärdande repofaciliteter**

Kontoret tillhandahåller en repofacilitet gentemot återförsäljarna, vilken innebär att de kan låna statspapper som prissätts utifrån Riksbankens reporänta. Repofaciliteten minskar risken för att det uppstår bristsituationer i statspapper på marknaden.

Under 2001 gjorde kontoret totalt 103 miljarder kronor i marknadsvärdande repor, vilket motsvarar ca 16 procent av den totala repomarknaden. Dessa repor har även inneburit en liten besparing för kontoret.

### **3.5.7 Utökad repofacilitet i samband med terrorattentaten i USA**

Efter terrorattentaten i USA den 11 september beslöt kontoret att utöka möjligheterna att göra marknadsvärdande repor. Syftet var att förhindra att det uppstod leveransproblem på statspapper till följd av att flera viktiga finansiella aktörer drabbats av attentaten i USA. Villkoren för reporna var under denna period inte fixerade som brukligt utan bestämdes från fall till fall.

### **3.5.8 Information och kommunikation**

En viktig del i kontorets arbete att agera förutsägbart i upplåningen är kommunikation mot marknaden. Under året har kontoret vidareutvecklat rapporten Upplåningsbehov och finansiering - Prognoser och planer. Rapporten publiceras numera i tryckt format med en



förbättrad layout och en bredare spridning. Rapporten är tänkt att vidareutvecklas till en central kanal för kommunikation med marknaden och medier. Den har även bytt namn till Statsupplåning – prognos och analys.

Målet med kontorets kommunikation mot marknaden är att den skall vara så tydlig att placerare och analytiker själva skall kunna följa och förutse ändringar i statens emissionsverksamhet. Av informationen skall framgå hur och på vilka grunder kontoret når fram till upplåningsbesluten.

### **3.6 LIKVIDITETSHANTERING**

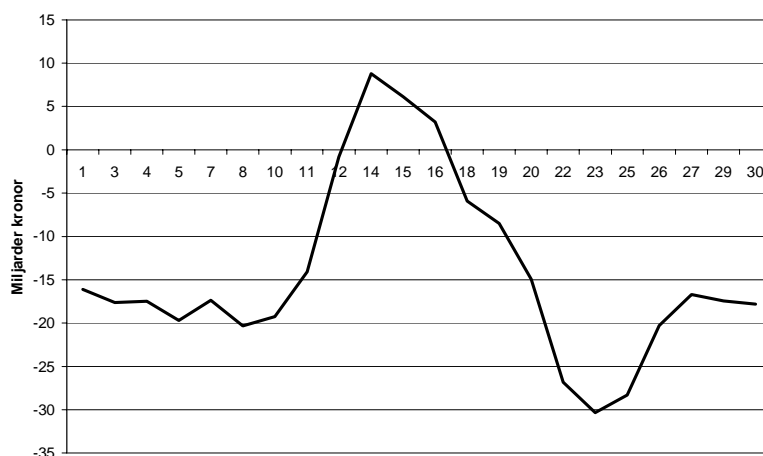
**Statens betalningsflöden fluktuerar från dag till dag vilket medför att Riksgäldskontoret löpande måste hantera både underskotts- eller överskottslikviditet. Likviditeten under en månad följer i regel ett mönster med överskottslikviditet ett par dagar i mitten av månaden i samband med skatteinbetalningar och återgår till underskottslikviditet när månadens statsskuldväxel förfaller.**

#### **3.6.1 Verksamhet och marknadsutveckling**

Vid överskottslikviditet placerar kontoret detta på repo- och depositmarknaden. Vissa månader varar överskottet under en längre period och vid dessa tillfällen har kontoret köpt upp utestående statsskuldväxlar och certifikat utgivna av bostadsinstitut.

Likviditetsunderskott finansieras genom depositlån, repor och statsskuldväxlar som emitteras "on-tap". Under året emitterades on-tapväxlar till ett nominellt värde av ca 60 miljarder kronor. Den genomsnittliga utestående volymen av on-tapväxlar var ca 2,6 miljarder kronor; motsvarande siffra för 2000 var ca 7,1 miljarder kronor. Ett skäl till den minskade volymen är att statsskuldväxelsmarknaden har fungerat bättre under 2001, och därmed har marknaden behov av korta statspapper fyllts utan tillskott av on-tapväxlar. Den genomsnittliga upplåningskostnaden för on-tapväxlarna var marginellt högre än kostnaden för dagslån eftersom on-tap växlar har en något längre löptid. De dagar som det rådde underskott i likviditeten, vilket var ca 80 procent av dagarna, uppgick underskottet i genomsnitt till ca 21 miljarder kronor, motsvarande siffra för medianen var ca 19 miljarder kronor. I genomsnitt finansierades ca 82 procent via depositmarknaden, ca 17 procent via repomarknaden och resten via emission av on-tapväxlar.

**Diagram 3.10 Likviditetssituationen under en genomsnittsmånad, miljarder kronor. Negativa värden utgör underskott och positiva överskott.**



### 3.6.2 Resultat och utvärdering

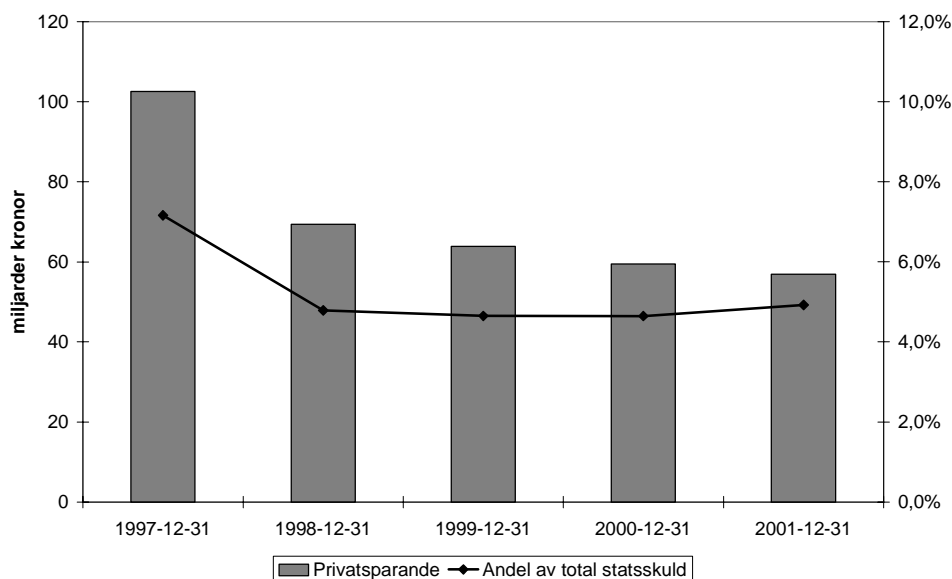
Upplåning via depositmarknaden sker i regel på dagslånebasis till en ränta som motsvarar Riksbankens reporänta. Finansiering via repomarknaden är förhållandevis billig eftersom kontoret repar ut statspapper på en nivå som ligger 15 punkter eller mer under Riksbankens reporänta. Kostnadsbesparingen via upplåning på repomarknaden uppgick under 2001 till 11 miljoner kronor, vilket är 18 miljoner lägre än året innan. Minskningen berodde främst på att mindre volymer finansierades via repor.

## 3.7 UPPLÅNING FRÅN HUSHÅLLEN

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

### 3.7.1 Verksamheten och marknadsutveckling

Lån från hushållen och andra mindre placerare uppgick till totalt 57,0 miljarder kronor vid utgången av 2001, vilket var en minskning med 2,5 miljarder eller 4,2 procent jämfört med föregående år. Trots minskade volymer har andelen hushållsupplåning av den totala statsskulden ökat marginellt från 4,6 procent 2000 till 4,8 procent, eftersom den totala statsskulden (se tabell 1.2) samtidigt har minskat.

**Diagram 3.11 Hushållsupplåningens andel av statsskulden**

### *Premieobligationer*

Två nya lån av premieobligationer lanserades under 2001. Under våren såldes lån 2001:1 i samband med att 1993 års båda lån förföll och under hösten såldes lån 2001:2 i samband med förfall av 1994 års båda lån. Sammanlagt uppnådde dessa lån en volym om 4,7 miljarder kronor. Eftersom förfallen under 2001 uppgick till 10,8 miljarder kronor minskade den totala utestående stocken av premieobligationer med 6,1 miljarder kronor. Produktutvecklingen av premieobligationerna har koncentrerats på att marknadsföra premieobligationer som en produkt som känns igen vid varje emissionstillfälle. Riksgäldskontoret som avsändare har tydliggjorts mer än tidigare år. Den egna försäljningen som andel av den totala försäljningen har i genomsnitt varit drygt 40 procent under 2001. Kontoret ligger därmed kvar på samma höga nivå som under 2000. Den egna försäljningen minskar kontorets kostnader jämfört med försäljning via återförsäljare, eftersom provisionskostnaderna då minskar. Ett nytt system vid beräkning av försäljningsprovisioner har tagits fram inför premielån 2001:2. Försäljningsprovisionerna minskade i och med detta med ca 3 miljoner kronor jämfört med om det gamla systemet skulle ha använts.

Riksgäldskontoret gjorde under 2001 om två dragningar i premielån 2001:1. De två första ordinarie dragningarna gjordes enligt en felaktig vinstplan. Totalbeloppet som lottades ut var korrekt men fördelningen mellan stora och små vinster var felaktig. Kostnaden för de två extra dragningarna uppgick till ca 13 miljoner kronor.

### *RiksgäldsSpar*

Den nya satsningen, RiksgäldsSpar utan tidsgräns, som lanserades i december 2000 har varit en stor framgång. Försäljningen under 2001 uppgick till ca 4 miljarder kronor. Ökning av den totala stocken för RiksgäldsSpar, uppgick till 4,2 miljarder, en ökning med ca 56 procent under 2001. Kundstocken ökade under samma period med knappt 25 000 kunder. Medelinsättningen på RiksgäldsSpar utan tidsgräns var relativt hög, ca 80 000

kronor. Medelåldern för kunderna var ca tre år lägre än för kundstocken i övriga RiksgäldsSpar.

Volymerna inom de övriga produkterna i ÅrsSpar ökade endast marginellt under året. Volymen i MånadsSpar ökade dock med 96 procent under året, från 166 miljoner kronor till 326 miljoner kronor. Den reala upplåningen inom RiksgäldsSpar ökade med 103 miljoner kronor under 2001 och uppgick därmed totalt till 1 036 miljoner kronor. Den totala volymen i RiksgäldsSpar uppgick vid årsskiftet till ca 11,7 miljarder kronor. Vid föregående årsskifte var volymen ca 7,5 miljarder kronor.

### *Realobligationer*

Riksgäldskontorets direktförsäljning av realobligationer var under 2001 större än under 2000. Upplåningen i de SOX-noterade realobligationerna uppgick till ca 210 miljoner kronor. Det är en ökning med 24,6 miljoner kronor jämfört med motsvarande tidpunkt 2000.

### *Riksgäldskonto*

Riksgäldskonto, för vilket ingen nyförsäljning ägt rum sedan november 1997, minskade med 0,6 miljarder kronor. Den kvarvarande utestående volymen vid utgången av 2001 var därmed 1,2 miljarder kronor.

### *Marknadsföring*

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

## **3.7.2 Resultat och utvärdering**

För att ange Riksgäldskontorets marknadsandel på sparmarknaden krävs att en lämplig definition av marknaden görs. I det här sammanhanget har kontoret, i likhet med förra året, valt en bred definition där samtliga räntebärande sparalternativ ingår (inlåning på bankkonton, räntefonder och privatobligationer). Med denna definition uppgick den totala räntesparmarknaden till ca 655 miljarder kronor den 30 september 2001. Totalt sett har sparandet i räntebärande alternativ ökat jämfört med förra året. Den är framförallt sparandet i räntefonder som har ökat. Riksgäldskontorets andel av sparandemarknaden för ränteplasseringar var ca 8,2 procent. Vid samma tidpunkt 2000 uppgick räntesparmarknaden till ca 631 miljarder kronor varav Riksgäldskontorets andel var ca 9,2 procent. Marknadsandelen har således minskat med ca 1 procentenhet.

**Tabell 3.6 Besparing genom upplåning från hushållen jämfört med motsvarande upplåning med löptid på penning- och obligationsmarknaden, miljoner kronor.**

	1997	1998	1999	2000	2001
AllemansSpar <sup>1</sup>	102	34	-	-	-
Premieobligationer <sup>2, 3</sup>	89	123	136	271	287
Riksgäldskonto <sup>2</sup>	-2	2	3	3	2
RiksgäldsSpar <sup>2</sup>	-20	-27	5	5	10
<b>Summa besparing</b>	<b>169</b>	<b>132</b>	<b>144</b>	<b>279</b>	<b>299</b>

<sup>1</sup> Jämfört med kort upplåning

<sup>2</sup> Jämfört med nollkupongräntestrukturen

<sup>3</sup> Avser premielån emitterade från och med 1996

I tabell 3.6 ovan framgår att resultatet av den sammanlagda hushållsupplåningen för 2001 uppgick till en besparing om ca 299 miljoner kronor jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden. Största delen av årets resultat kan hänföras till premieobligationerna. Resultatet för RiksgäldsSpar har ökat från en besparing på 5 miljoner kronor 2000 till 10 miljoner kronor 2001. Hushållsupplåningen uppnådde under 2001 målet att i sin helhet och per låneinstrument uppnå kostnadsbesparingar för Riksgäldskontoret. För femårsperioden 1997 till 2001 uppgick det sammanlagda resultatet för hushållsupplåningen till ca 1 miljard kronor.

## 3.8 VALUTAUPPLÅNING

### 3.8.1 Verksamhet och marknadsutveckling

Det ursprungliga mandatet från regeringen var en amortering på 35 miljarder  $\pm$  15 miljarder kronor, vilket i juli 2001 reviderades till 25 miljarder  $\pm$  15 miljarder kronor. Orsaken till denna revidering var den svaga kronkursutvecklingen. Upplåning under året för att finansiera den förfallande delen av valutaskulden har i huvudsak skett med kron/valutaswappar motsvarande 35 miljarder kronor. Den genomsnittligt vägda löptiden för dessa ränteswappar var ca 8 år. Under året har även upplåning skett med 4,2 miljarder kronor genom s.k. commercial paper. Amorteringen för 2001 var ca 15 miljarder kronor, dvs. 10 miljarder kronor under intervallets mittpunkt; se avsnitt 3.2.5 för mer information om hantering av valutamandatet. Trots amorteringen har valutaskulden ökat i absoluta tal från 387 miljarder kronor till 404 miljarder kronor, vilket beror på att kronkursen har försvagats. Valutaskuldens andel av den totala statsskulden (se tabell 1.2) var vid utgången av 2001 ca 34 procent.

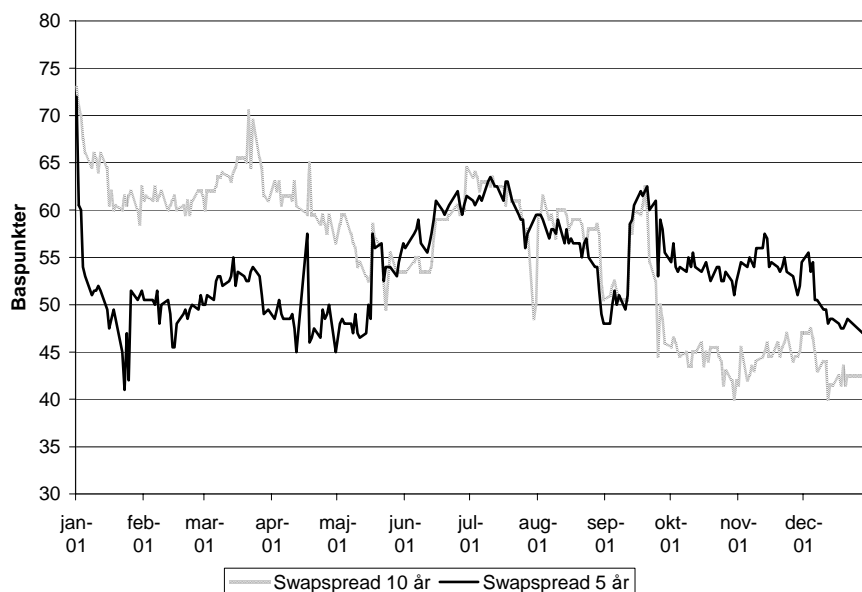
**Tabell 3.7 Volymer olika upplåningsformer 1997-2001, miljarder kronor**

	1997	1998	1999	2000	2001
Förfall av publika lån och private placements	55,6	64,4	64,7	59,3	28,2
Förfall valutaswappar	-	-	-	-	9,2
Realiserade valutadifferenser	-3,1	10,4	-6,2	-6,2	12,3
Övrigt	0,4	-1,9	1,4	-1,6	4,6
<b>Summa refinansiering</b>	<b>52,9</b>	<b>72,9</b>	<b>59,9</b>	<b>51,5</b>	<b>54,3</b>
Kron-/valutaswappar	20,6	30,7	40,0	24,4	35,0
Publika lån	34,1	34,2	22,3	-	-
Private placements	15,8	1,9	-	-	-
Commercial paper <sup>1</sup>	-20,1	-20,3	-25,7	-	4,2
<b>Summa upplåning</b>	<b>50,4</b>	<b>46,5</b>	<b>36,6</b>	<b>24,4</b>	<b>39,2</b>
<b>Nettoupplåning</b>	<b>-2,5</b>	<b>-26,4</b>	<b>-23,3</b>	<b>-27,1</b>	<b>-15,1</b>

<sup>1</sup> Upplåningen via commercial paper avser nettoupplåning, övriga poster avser bruttoupplåning

Kron-/valutaswappar ger en lägre upplåningskostnad än vad som kan erhållas med andra upplåningsformer. Den totala utestående volymen av kron-/valutaswappar var vid årets slut ca 181 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 45 procent av hela valutaskulden (se tabell 1.2). Genom dessa swappar har också likviditeten i den svenska obligationsmarknaden främjats då emissionsvolymerna kunnat ökas i motsvarande grad. Under året har ingångna kron-/valutaswappar för första gången förfallit. Beloppet för dessa swappar motsvarar ca 9 miljarder kronor.

Kontoret genomförde swaptransaktionerna relativt jämnt fördelat under året. Den erhållna swappspreaden kan därför ses som ett snitt av marknadsspreaden under året. En större skillnad mellan swapräntan och statsobligationsräntan, benämnd swappspread, är mer fördelaktig för kontoret. Swappspreadar i den svenska marknaden har generellt sett minskat för alla löptider under 2001, minskningen har dock varit störst för de längsta löptiderna. Swappspreadarna i Sverige har i stort sett utvecklats i linje med vad som skett internationellt.

**Diagram 3.12 Utveckling av swapspreadar tio- och fem år, baspunkter.****Tabell 3.8 Upplåningskostnad för olika upplåningsformer 1997-2001, baspunkter under USD Libor**

	1997	1998	1999	2000	2001
Kron-/valutaswappar	-31,8	-52,3	-60,0	-66,6	-47,0
Publika lån	-21,3	-6,7	-3,0	-	-
Private placements	-23,2	-23,5	-24,8	-	-
Commercial paper	-19,0	-17,5	-18,8	-	- 11,0
<b>Genomsnittlig kostnad<sup>1</sup></b>	<b>-24,7</b>	<b>-27,9</b>	<b>-39,6</b>	<b>-66,6</b>	<b>-47,0</b>

<sup>1</sup> Genomsnittlig kostnad exklusive commercial paper.

Upplåningen i commercial paper görs på löptider upp till högst ett år. Ingen upplåning på de internationella kapitalmarknaderna med längre löptid har skett. Därför är heller ingen direkt kostnadsjämförelse mellan kron-/valutaswappar och kapitalmarknadsupplåning möjlig. En uppskattning av besparingen har dock gjorts, baserat på en uppskattad kostnad för kapitalmarknadsupplåning på 15 - 20 baspunkter under USD Libor, vilket visar att nuvärdet av kostnadsbesparingen var ca 500 miljoner kronor.

Några få förtida uppköp av valutalån har genomförts under året motsvarande ca 200 miljoner kronor till ett genomsnitt av ca 4 baspunkter under USD Libor. Det innebär en nuvärdesberäknad kostnadsbesparing på ca 0,8 miljoner kronor.

### 3.9 FÖRVALTNINGEN AV SKULDEN I UTLÄNDSK VALUTA

**Valutafördelningen och ränterisken i valutaskulden avspeglas i riktmärket. Utöver detta har kontoret möjlighet att inom väl definierade ramar bedriva en aktiv förvaltning av skulden. För att få en uppfattning om hur effektiv förvaltningen är görs jämförelser med externa förvaltare.**

#### 3.9.1 Verksamhet och resultatutvärdering 2001

Kontorets aktiva förvaltning under 2001 visade ett resultat på minus 81 miljoner kronor, vilket motsvarar minus 0,02 procentenheter av valutaskuldens genomsnittliga värde under året. Kontorets positioner på räntesidan har visat upp ett svagt positivt resultat medan positionerna på valutasidan har uppvisat en något större förlust.

##### *Räntepositioner*

Under året ingick kontoret positioner för lägre räntor, framför allt i Europa, men även i USA. Under första halvåret pendlade resultatet för dessa positioner kring noll för att under tredje kvartalet ge vinster. De internationella räntorna föll i takt med att de ekonomiska förutsättningarna blev allt sämre för att under september månad falla mycket kraftigt efter terrorattentaten i USA. En kraftig rekyl under årets sista månader kom emellertid att reducera vinsterna. Totalt sett gav kontorets räntepositioner en vinst på 84 miljoner kronor under 2001.

##### *Valutapositioner*

Kontoret har under året haft en fortsatt positiv syn på euron. Under årets första månader togs positioner i euro framför allt mot USA-dollar men även mot yen. Under den sena våren försvagades euron och kontoret valde då att dra ner sina positioner för att minska förlusterna. Efter det var kontorets positioner på valutasidan relativt små och har framför allt bestått av köpta euro mot yen vilket gav en mycket lyckad avslutning på året. Denna position har till stor del tagits genom köpta valutaoptioner för att minska förlustriskerna i portföljen. Totalt sett gav valutapositionerna upphov till en förlust på 165 miljoner kronor under året.

##### *Resultat externa förvaltare*

För att få en måttstock på graden av måluppfyllelse i kontorets förvaltning av valutaskulden anlitar kontoret sedan budgetåret 1992/93 externa förvaltare. De externa förvaltarna ger också en viss riskspridning i förvaltningen, samt tjänar som en informationskälla för kontorets egna förvaltare. Under första halvåret anlätade kontoret endast två externa förvaltare för att vid halvårsskiftet addera ytterligare tre. Ett tjugotal förvaltare kontaktades och av dessa valdes Pimco Asset Management, State Street Global Advisors och ABN Amro ut. Tyngdpunkten i urvalsprocessen lades vid historiska resultat. Förvaltarens referensportföljer uppgår nu till totalt 30 miljarder kronor.

Förvaltningen sker under i stort sett samma regelverk som kontorets egen förvaltning. De olika förvaltarens resultat har visat en blandad utveckling under året. I likhet med kontoret visar dock flertalet upp positiva resultat på räntesidan och negativa resultat på valutasidan. Kontorets egen förvaltning hade ett bättre resultat än de båda externa



förvaltare som var anlitate under hela 2001. Under det andra halvåret var det endast en av de nya förvaltarna som överträffade kontorets resultat.

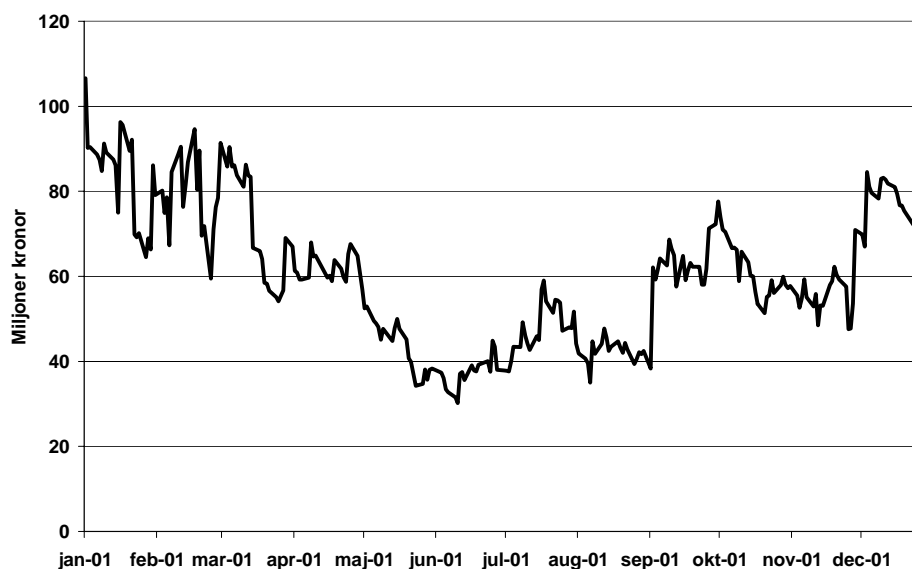
### 3.9.2 Riskhantering i valutaskulden

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

Fastställda limiter reglerar hur stora positioner som kontoret får ta i valuta- respektive ränterisk relativt valutaskuldens riktmärken. Utöver de limiter som finns relativt riktmärket beräknas marknadsrisken löpande med s.k. value at risk. Value at risk beräknas utifrån historisk data och är ett mått på den maximala förlust en given portfölj kan göra under en given period och med en viss sannolikhet.

I genomsnitt var value at risk för den aktiva valutaskuldförvaltningen ca 60 miljoner kronor under 2001. Detta motsvarar ca 0,015 procent av valutaskulden. Limiterna i valutaskuldförvaltningen medger ett betydligt större risktagande än vad som har skett under året.

**Diagram 3.13 Value at risk i miljoner kronor, en dags placeringshorisont, 95 procentigt konfidensintervall.**



### 3.9.3 Resultat och utvärdering 1992-2001

Sedan kontoret började förvalta valutaskulden aktivt har kontoret uppnått en kostnadsbesparing på 10,2 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 1,3 procent av periodens ackumulerade räntekostnad för den totala statsskulden. Hela denna vinst kan hänföras till den första femårsperioden då resultatet uppgick till 11,0 miljarder kronor. Det är framför allt kontorets räntepositioner som kan förklara överavkastningen under denna period, men även valutapositionerna uppvisar ett positivt resultat för perioden.

Under de senaste fem budgetåren har den aktiva förvaltningen av skulden i utländsk valuta gjort ett negativt resultat på 0,7 miljarder kronor, motsvarande 0,2 procent av den genomsnittliga förvaltrade skulden. Även under denna period har resultatet från räntesidan varit positivt och det på valutasidan negativt.

Sammantaget har kontoret under de senaste fem budgetåren uppnått ett bättre resultat än de externa förvaltare som kontoret har anlitat under perioden. Detsamma gäller hela perioden sedan 1992.

**Tabell 3.9 Resultat av förvaltning av skulden sedan start**

	6m	1år	3år	5år	7år	10år
<i>Resultat i baspunkter räknat i årstakt</i>						
RGK,						
Räntepositioner	5,8	2,0	1,2	3,6	13,6	
Valutapositioner	9,8	-4,0	-12,5	-7,9	-4,2	
Totalt	15,6	-1,9	-11,3	-4,2	9,4	37,0
Snitt externa förvaltare	4,6	-11,5	-9,5	-6,7	-1,4	6,2

**Tabell 3.10 Resultat av förvaltning av skulden i utländsk valuta**

	1997	1998	1999	2000	2001	Hela perioden
<i>Resultat i miljoner kronor,</i>						
Räntepositioner	-97	611	65	110	83	772
Valutapositioner	13	-41	-571	-714	-161	-1 474
Totalt	-84	570	-506	-604	-78	-702
Riksgäldskontoret	-0,02%	0,12%	-0,12%	-0,16%	-0,02%	-0,20%
Externa förvaltare	0,09%	-0,16%	-0,33%	0,17%	-0,12%	-0,35%
<i>Risk<sup>1</sup></i>						
Riksgäldskontoret	0,17%	0,28%	0,10%	0,28%	0,12%	0,20%
Externa förvaltare	0,17%	0,29%	0,17%	0,19%	0,10%	0,20%

<sup>1</sup> Årlig standardavvikelse beräknad på månadsdata.

# Finansdepartementet

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 18 april 2002

Närvarande: statsministern Persson, ordförande, och statsråden Hjelm-Wallén, Thalén, Winberg, Ulvskog, Lindh, von Sydow, Pagrotsky, Östros, Messing, Engqvist, Rosengren, Lejon, Lövdén, Ringholm, Bodström, Karlsson, Sommestad

Föredragande: statsrådet Ringholm

---

Regeringen beslutar skrivelse 2001/02:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 1997–2001