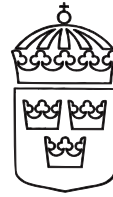


Regeringens skrivelse

2009/10:104



Utvärdering av statens upplåning och
skuldförvaltning 2005–2009

Skr.
2009/10:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 14 april 2010

Mats Odell

Anders Borg
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

Senast den 25 april vartannat år ska regeringen lämna en utvärdering av statsskuldförvaltningen till riksdagen. Utvärderingen tar sin utgångspunkt i det av riksdagen beslutade målet för statsskuldspolitiken att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas, samt att förvaltningen ska ske inom ramen för de krav penningpolitiken ställer. Utvärderingen omfattar såväl regeringens riktlinjebeslut som Riksgäldskontorets upplåning och operativa förvaltning av statsskulden.

I årets skrivelse utvärderas åren 2005–2009. Denna period karakteriserades av kraftiga skiftningar i förutsättningarna för svensk statsskuldspolitik. Under hösten 2008 och våren 2009 medförde finanskris och konjunkturedgång stigande lånebehov, fallande räntor och en försvagad krona. De nya förutsättningarna föranledde regeringen att besluta om enskilda ändringar i riktlinjerna vid tre tillfällen under hösten 2008 och våren 2009.

Huvudintrycket är att statens upplåning och skuldförvaltning fungerat väl även under den turbulenta perioden sedan hösten 2008. Uppsatta mål för utvärderingsperioden har nåtts och besluten bedöms i allmänhet vara väl motiverade. Den externa utredare, som Finansdepartementet tillsatte för att granska statsskuldspolitiken för 2008 och 2009, gör i huvudsak samma bedömning. I granskningsrapporten lyfter utredaren fram ett antal frågeställningar och rekommendationer om hur styrningen av statsskuldförvaltningen skulle kunna förbättras. I skrivelsen redovisar

regeringen sin syn på utredarens förslag. Flera av dem är sådana att de bör följas upp och regeringen har därför för avsikt att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att utreda några av frågeställningarna.

Regeringens riktlinjer

Under utvärderingsperioden har regeringen strategiskt strävat efter att minska andelen valutaskuld och öka andelen realskuld. I augusti 2008 uppnåddes det långsiktiga målet för valutaskuldens andel. Regeringen beslutade då att avskaffa amorteringsriktvärdet för valutaskulden.

Inför 2009 ändrade regeringen målformuleringen så att styrningen av den reala kronskuldens andel ska ske ur ett mer långsiktigt perspektiv än tidigare. Motivet är att det är svårt att på ett kostnadseffektivt sätt styra den reala kronskuldens andel när statsskulden förändras snabbt. Sedan 2007 styrs skuldandelarna mot 15 procent valutaskuld, 25 procent realskuld och 60 procent nominell skuld.

Regeringen har av kostnadsskäl sökt förkorta statsskuldens löptid under utvärderingsperioden. I samband med finanskrisen avbröts detta. Våren 2009 förlängdes löptiden genom att Riksgäldskontoret emitterade ett 30-årigt obligationslån, vilket bedömdes ändamålsenligt med tanke på de låga långa räntorna. Regeringen öppnade hösten 2008 även möjligheten för Riksgäldskontoret till extra emissioner av statsskuldväxlar för att tillgodose den kraftigt ökade efterfrågan på statspapper som följde av finansorn. Under 2009 utökades Riksgäldskontorets mandat att ta positioner avseende kronans växelkurs från 15 till 50 miljarder kronor.

Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut

Riksgäldskontoret har hållit andelen valutaskuld inom styrintervall ± 2 procentenheter sedan augusti 2008, då andelsstyrning av valutaskulden infördes. Upplåningen i utländsk valuta och direktupplåningen som gjordes inför vidareutlåningen till Riksbanken bedöms ha genomförts på ett kostnadseffektivt och rimligt sätt.

Den kraftigt minskade statsskulden under 2008 gjorde att andelen realskuld ökade till över 28 procent vid årets slut. Riksgäldskontoret har sänkt emissionsvolymerna och genomförde byten för att styra den reala kronskulden mot den långsiktiga målandelen 25 procent. I kombination med att statsskulden ökade 2009 ledde åtgärderna till att andelen real kronskuld uppgick till 24,6 procent vid utgången av 2009. Under utvärderingsperioden har det kvantitativa målet att den reala upplåningen ska vara billigare än motsvarande nominell upplåning uppnåtts.

Riksgäldskontorets upplåning i nominella svenska kronor har trots tvära kast i låne- och emissionsbehov fungerat tillfredsställande. Emissionen av den 30-åriga obligationen är det för tidigt att utvärdera men villkoren förefaller attraktiva ur både kostnads- och riskperspektiv.

Regeringen bedömer att Riksgäldskontoret fattat lämpliga strategiska beslut vad gäller positioner. I mars 2009 redovisades en realiserad vinst på 2,5 miljarder kronor avseende en strategisk dollarposition. Den kronposition som togs 2009, då den svenska kronan bedömdes som kraftigt undervärderad, kan ännu inte utvärderas slutligt då positionen fortfarande är öppen. Vid utgången av 2009 var den sammanlagda realiserade vinsten för den strategiska kronpositionen 1,7 miljarder

kronor. Den externe utredarens beräkningar gjorda i februari 2010 visar på än större realiserade vinster. Utredaren pekar även på att utvecklingen hitintills tyder på att regeringen och Riksgäldskontoret gjort en riktig analys. Sammantaget har Riksgäldskontoret under utvärderingsperioden därmed lyckats utnyttja det strategiska mandatet för att minska kostnaden för statsskuldens förvaltning

Riksgäldskontorets aktiva förvaltning i utländsk valuta har under utvärderingsperioden visat ett resultat på 0,7 miljarder kronor. Resultatet har uppnåtts med en relativt låg risknivå.

Regeringen bedömer att de extra emissioner av statsskuldväxlar som Riksgäldskontoret genomförde under finanskrisens mest turbulenta skede hösten 2008 har haft en stabiliserande inverkan på räntebildningen. Åtgärderna hölls inom de ramar som regeringen fastställt. Utredarens bedömning är att Riksgäldskontorets agerandet i detta inte bara var lovvärt utan i högsta grad berömvärt.

Den samlade kostnadsbesparingen i privatmarknadsupplåningen uppgick till 0,8 miljarder kronor under utvärderingsperioden, vilket innebär att det kvantitativa målet för privatmarknadsupplåningen uppnåddes.

Regeringen bedömer sammantaget att Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut under utvärderingsperioden varit i enlighet med regeringens riktlinjer och det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Samtliga kvantitativa mål har uppnåtts.

Statsskuldens kostnader och storlek

De kraftigt fallande marknadsräntorna under 2009 ledde till att räntekostnaderna för statsskulden minskade till 22 miljarder kronor, vilket var en halvering jämfört med året innan. På motsvarande sätt halverades den genomsnittliga emissionsräntan för hela statsskulden från runt 4 procent till 1,90 procent vid 2009 års slut.

Vid slutet av 2009 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 189 miljarder kronor eller motsvarande 39 procent av BNP. Detta är en minskning jämfört med början av 2005 då skulden uppgick till 1 257 miljarder kronor motsvarande 48 procent av BNP. Statsskuldens betydelse för statsfinanserna har därmed minskat under utvärderingsperioden.

1	Mål och process för statsskuldspolitiken	5
2	Utgångspunkter för regeringens riktlinjer.....	7
2.1	Lånebehovet.....	7
2.2	Statsskulden	8
2.3	Statsskuldens sammansättning och löptid	10
2.4	Lånemarknaderna.....	12
3	Statsskuldens kostnader och risker	14
3.1	Utgifts- och kostnadsmässiga statsskuldräntor	14
3.2	Genomsnittliga emissionsräntor.....	16
3.3	Risker i statsskuldförvaltningen	18
4	Redovisning av regeringens riktlinjebeslut och den externa granskningen.....	20
4.1	Regeringens riktlinjer perioden 2005–2009.....	20
4.2	Den externa granskningen av riktlinjerna 2008 och 2009 samt regeringens kommentarer	25
5	Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut.....	32
5.1	Valutaskuld	33
5.2	Realskuld.....	40
5.3	Nominell kronskuld.....	45
5.4	Löptid.....	48
5.5	Positionstagande.....	50
5.6	Marknads- och skuldvard.....	55
5.7	Lån för att tillgodose behovet av statslån.....	58
5.8	Upplåningen på privatmarknaden	60
Bilaga 1	Granskning av statsskuldspolitiken åren 2008-2009	63
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 14 april 2010	95

Övergripande mål

Målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken beaktas, samt att förvaltningen ska ske inom ramen för de krav penningpolitiken ställer. Målet är fastställt i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.

Process och beslutsmodell

Statsskuldspolitiken bedrivs sedan 1998 enligt en särskild årligt återkommande process som lagts fast i lagen om statens upplåning och skuldförvaltning. Processen med dess ansvarsfördelning och beslutsordning är utformad så att regeringen via årliga riktlinjebeslut styr statsskuldens egenskaper på en övergripande nivå. Riksgäldskontoret ansvarar för att strategiska beslut fattas inom ramen för riktlinjerna samt att besluten omsätts i den operativa förvaltningen av statsskulden.

Den årliga styrprocessen börjar med att Riksgäldskontoret, senast 1 oktober, lämnar ett förslag avseende kommande års riktlinjer till Finansdepartementet. Förslaget remitteras till Riksbanken för yttrande. Regeringen fattar beslut om riktlinjerna senast den 15 november. Riksgäldskontoret ansvarar för att strategiska beslut fattas inom ramen för riktlinjerna och att dessa omsätts i den operativa förvaltningen av statsskulden. Utvärderingsprocessen tar formellt sin början i det underlag till utvärdering av statsskuldförvaltningen som Riksgäldskontoret lämnar efter fullgjort verksamhetsår till Finansdepartementet senast den 22 februari. Detta underlag utgör en viktig grund till den skrivelse som regeringen från och med 2008 och därefter vartannat år lämnar till riksdagen. Tidigare lämnades denna skrivelse varje år. För de aktuella åren ska skrivelsen till riksdagen lämnas senast den 25 april. Under mellanåren redovisar regeringen en preliminär utvärdering av statsskuldförvaltningen i budgetpropositionen.

Budgetmässig hantering av räntor på statsskulden

Räntor på statsskulden finansieras via statsbudgeten, utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m. anslag 92:1 Räntor på statsskulden. Anslagsredovisningen av statsskuldräntorna är utgiftsmässig och i princip baserad på hur mycket som betalas varje år (kassamässigt). De utgiftsmässiga statsskuldräntorna påverkas i stor utsträckning av upplåningstekniska faktorer. Detta gör att variationer mellan åren uppkommer utan att underliggande skuld-, ränte- och valutakursfaktorer har förändrats på motsvarande sätt. För redovisning och analys av kostnadsutvecklingen för statsskulden finns därför även en kostnadsmässig redovisning, justerad för upplåningstekniska effekter (avsnitt 3.1).

Räntor på statsskulden hanteras i samma budgetprocess som övriga utgiftsområden och anslag. Det finns dock två principiellt viktiga skillnader i förhållande till övriga utgiftsområden och anslag:

- Utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m. ligger utanför utgiftstaket. Detta innebär att i situationer då statsskuldräntorna blir högre än budgeterat krävs inte finansiering från något annat utgiftsområde. På motsvarande sätt frigörs heller inget utrymme i situationer då statsskuldräntorna blir lägre än budgeterat.
- Riksgäldskontoret ges efter ett särskilt årligt bemyndigande rätt att överskrida anslag 92:1 Räntor på statsskulden och anslag 92:3 Riksgäldskontorets provisionskostnader i samband med upplåning och skuldförvaltning, om det krävs för att fullgöra statens betalningsåtaganden.

Principer för utvärderingen

Regeringen fastställer principerna för utvärderingen i riktlinjerna. Utgångspunkten är att utvärderingen ska göras mot det långsiktiga målet för statsskuldförvaltningen. Att exakt utvärdera om målet att låna till lägsta möjliga kostnad utan att ta för stora risker uppnåts är inte möjligt, eftersom statsskuldförvaltningen måste ta hänsyn till risker av många slag som dessutom kan variera över tiden. Av detta följer att redovisningen till riksdagen främst avser strategiska överväganden som låg till grund för riktlinjebeslutet utifrån den kunskap som fanns vid beslutstillfället. I de fall kvantitativa jämförelser är möjliga bör detta redovisas.

Sammanfattning: Finanskris och konjunkturedgång ändrade förutsättningarna för svensk statsskuldspolitik från hösten 2008. Statens lånebehov steg, räntorna föll och den svenska kronan försvagades. Statsbudgeten gick från ett överskott på 135 miljarder kronor 2008 till ett underskott (lånebehov) på 176 miljarder kronor 2009. Vidareutlåning till Riksbanken förklarar drygt halva underskottet 2009.

Statsskulden uppgick vid utgången av 2009 till 1 189 miljarder kronor, motsvarande 39 procent av BNP. Detta är en minskning jämfört med utvärderingsperiodens början då skulden uppgick till 1 257 miljarder kronor, motsvarande 48 procent av BNP.

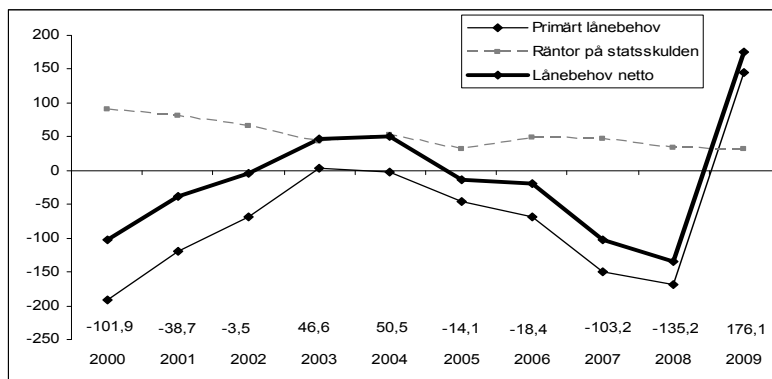
Statsskuldens storlek och utveckling, situationen på lånemarknaderna samt den svenska kronans växelkurs utgör vid sidan av det statsskuldspolitiska målet utgångspunkt för riktlinjernas utformning.

2.1 Lånebehovet

Skillnaden mellan in- och utbetalningar till och från staten styr hur mycket Riksgäldskontoret behöver låna. Lånebehov ökar statsskulden medan ett negativt lånebehov (eller överskott) minskar statsskulden. Konjunkturer har en stark inverkan på lånebehovet men lånebehovet påverkas även av engångsvisa händelser.

Under en följd av år fram till 2009 visade statsbudgeten överskott. År 2009 svängde dock statsfinanserna och ett större underskott uppstod. Svängningen från ett överskott på 135 miljarder kronor 2008 till ett underskott på 176 miljarder 2009 förklaras dock till mer än hälften av engångsvisa händelser. I överskottet 2008 ingår försäljningsinkomster för 77 miljarder kronor medan det i underskottet 2009 ingår vidareutlåning till Riksbanken för närmare 100 miljarder kronor.

Diagram 2.1: Statens lånebehov 2000–2009 (miljarder kronor)



Källa: Riksgäldskontoret

I diagram 2.1 redovisas lånebehovet fördelat på primärt lånebehov och räntor på statsskulden. Som framgår har utgifterna för statsskuld räntorna

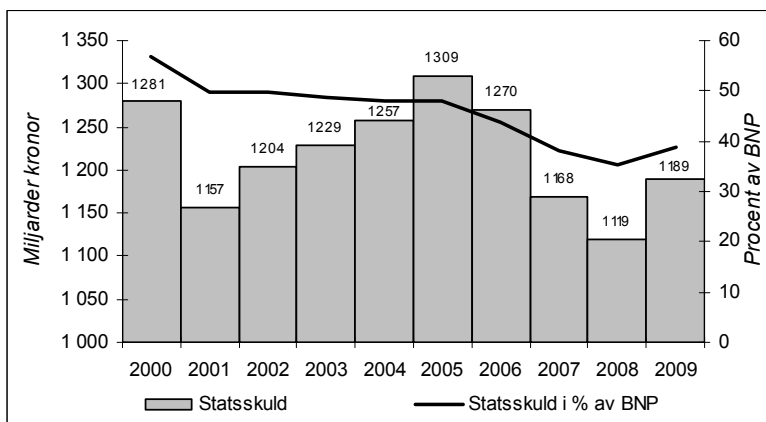
minskat sedan 2006. Förklaringen är framför allt att statsskulden minskat och att räntenivåerna fallit. Vid snabbt stigande lånebehov som 2009 är det en särskild styrka att utgifterna för statsskuldräntor är låga och bidrar mindre till lånebehovet.

2.2 Statsskulden

Statsskuldens storlek påverkas, förutom av lånebehovet, även av skulddispositioner. I skulddispositioner ingår bl.a. omvärdering av valutaskulden och kortfristiga placeringar. När kronkursen stärks eller försvagas i förhållande till föregående årsskifte minskar eller ökar valutaskulden uttryckt i svenska kronor.

Under utvärderingsperioden har den okonsoliderade statsskulden fluktuerat mellan som mest 1 309 miljarder kronor vid 2005 års slut till som lägst 1 119 miljarder kronor vid 2008 års slut. Under 2009 ökade statsskulden med 70 miljarder kronor för att uppgå till 1 189 miljarder kronor vid årets slut. Principiellt gäller att starkare statsfinanser och fallande statsskuld ökar utrymmet för risktagande i statsskuld-förvaltningen i utbyte mot lägre förväntade kostnader. På motsvarande sätt kan förväntningar om svagare statsfinanser motivera ett lägre risktagande. I förhållande till BNP har statsskulden minskat från 57 procent 2000 till 39 procent vid utgången av 2009. När skuldkvoten var som högst 1994 uppgick den till 78 procent. Med nuvarande skuldkvot ser statsfinanserna med andra ord starka ut i ett historiskt perspektiv, men även vid en internationell jämförelse är de svenska statsfinanserna att betrakta som starka.

Diagram 2.2 Statsskulden 2000–2009 i miljarder kronor och som andel av BNP



Källa: Riksgäldskontoret

I tabell 2.1 redovisas statsskuldens förändring samt hur stor del av förändringen som förklaras av lånebehov, omvärdering av valutaskulden (realiserade valutakursdifferenser) samt övriga skulddispositioner.

Tabell 2.1 Statsskuldens förändring 2005–2009 (miljarder kronor)

Skr. 2009/10:104

	2005	2006	2007	2008	2009
Statens lånebehov	-14,1	-18,4	-103,2	-135,2	176,1
<i>Orealiserade valutakursdifferenser</i>	29,2	-23,3	4,4	35,7	-30,1
<i>Övriga skulddispositioner</i>	36,1	3,0	-3,2	50,5	-75,8
Summa skulddispositioner	65,3	-20,3	1,2	86,2	-105,9
Statsskuldens förändring	51,2	-38,6	-102,0	-49,0	70,2
Okonsoliderad statsskuld	1308,6	1270,0	1168,0	1119,0	1189,2

Källa: Riksgäldskontoret

Från slutet av 2005 till slutet av 2009 har statsskulden minskat med 119,4 miljarder kronor, dvs. från 1 308,6 miljarder kronor till 1 189,2 miljarder kronor. Överskott på statsbudgeten (statens lånebehov med omvänt tecken) har under åren 2006–2009 sammanlagt bidragit till 80,7 miljarder kronor av skuldminskningen, medan sammanlagda förändringar på skulddispositioner förklarar resterande skuldminskning på 38,8 miljarder kronor under dessa år. Kronans kraftiga försvagning under 2008 och dess återhämtning 2009 speglas i posten Orealiserade valutakursdifferenser. Skulden i utländsk valuta, uttryckt i svenska kronor, ökade med 35,7 miljarder kronor under 2008 och minskade med 30,1 miljarder kronor under 2009. Posten Övriga skulddispositioner utgörs bl.a. av kortfristiga placeringar, vilka var särskilt stora vid slutet av 2008 till följd av att Riksgäldskontoret emitterade extra statsskuldväxlar (se avsnitt 5.7). När dessa växlar förföll under våren 2009 så minskade skulddispositionerna med motsvarande belopp.

Faktaruta: Olika mått på statsskulden

Statsskulden mäts på olika sätt beroende på måttets syfte. I sammanhang när statsskuldens utveckling beskrivs används här det officiella måttet *okonsoliderad statsskuld*¹. I budgetpropositionerna använder regeringen i första hand ett mått som kallas *konsoliderad statsskuld*. Okonsoliderad statsskuld visar statens totala skuld, medan konsoliderad statsskuld visar statens skuld till aktörer utanför staten. Skillnaden utgörs av statliga myndigheters innehav av statspapper. Myndigheternas innehav brukar uppgå till runt 50 miljarder kronor. Båda måtten visar statens framtida åtaganden i termer av summerade nominella slutbelopp för Riksgäldskontorets utestående låneinstrument, med respektive utan myndigheternas innehav.

För styrning av statsskulden används sedan 2007 måttet *statsskuldens summerade kassaflöde (SSK)*. Detta mått mäter risken i statsskulden genom att omfatta framtida åtaganden i termer av kassaflöden. Förutom nominella slutbelopp ingår även kupongbetalningar och inflationskompensation. En annan viktig skillnad (jämfört med okonsoliderad och konsoliderad statsskuld) är att SSK-måttet inkluderar kassaflöden från tillgångar som ligger inom Riksgäldskontorets skuldförvaltning. Nämnade tillgångar har under senare år ökat till följd av till exempel extraupplåningen i statsskuldväxlar hösten 2008 och vidareutlåning till Riksbanken. De styrande målandelarna för statsskuldens sammansättning liksom riktvärdena för löptiden i de olika skuldslagen baseras på SSK-måttet.

2.3 Statsskuldens sammansättning och löptid

Statsskulden är fördelad på tre skuldslag: *nominella lån i svenska kronor*, *reala lån i svenska kronor* och *nominella lån i utländsk valuta*. Syftet med att fördela skulden på tre skuldslag är främst att minska risken i statsskulden. I början av 2000-talet beslutade regeringen att långsiktigt minska andelen valutaskuld och öka andelen realskuld i statsskulden. Sommaren 2008 uppnådde valutaskulden den målsatta andelen på 15 procent. Realskuldandelen styrs långsiktigt mot 25 procent, vilket betyder att målandelen för den nominella kronskulden är resterande 60 procent. Av tabell 2.2 framgår den okonsoliderade skuldens sammansättning. Notera att detta skuldmått och dessa andelar skiljer sig från det mått som används för styrning och utvärdering av statsskulden (se faktaruta).

¹ Det officiella måttet benämns även Den svenska statsskulden (DDS).

**Tabell 2.2 Den okonsoliderade statsskuldens sammansättning
2005–2009 (miljarder kronor och procent av statsskuld)**

Skr. 2009/10:104

	2005	2006	2007	2008	2009
Nom. lån i svenska kronor	798	787	718	687	661
<i>Nom. lån i svenska kronor, procent</i>	<i>61</i>	<i>62</i>	<i>61</i>	<i>61</i>	<i>56</i>
Reala lån i svenska kronor	208	217	217	207	200
<i>Reala lån i svenska kronor, procent</i>	<i>16</i>	<i>17</i>	<i>19</i>	<i>19</i>	<i>17</i>
Lån utländsk valuta, inkl. skuldskötsel	303	266	233	225	328
<i>Lån i utländsk valuta, procent</i>	<i>23</i>	<i>21</i>	<i>20</i>	<i>20</i>	<i>28</i>
Okonsoliderad statsskuld	1 309	1 270	1 168	1 119	1 189

Källa: Riksgäldskontoret

I tabell 2.3 redovisas statsskulden fördelad på de olika skuldinstrument som används inom de olika skuldslagen. Som tidigare redovisats utgör nominella lån i svenska kronor den största andelen av statsskulden. Den nominella kronupplåningen görs främst i statsobligationer och statsskuldväxlar. Till skuldandelen räknas även repor, dagslån och likviditetsväxlar. Den reala upplåningen i svenska kronor domineras av realobligationer sålda på den institutionella marknaden, men här ingår även en mindre andel reala privatmarknadslån upplånade via Riksgäldsspar. Upplåningen i utländsk valuta sker genom obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning på kapitalmarknaden) eller genom att byta kronupplåning till exponering i utländsk valuta via valutaswappar (kron-/swappupplåning). En specificering av upplåningen i utländsk valuta redovisas i avsnitt 5.1.

**Tabell 2.3 Okonsolideras statsskuld per skuldinstrument 2005–2009
(miljarder kronor och i procent av statsskuld 2009)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2009 <i>andel</i>
Statsobligationer	339	315	287	281	256	21,5%
Statsskuldväxlar	374	349	283	273	236	19,8%
Premieobligationer	42	41	38	37	37	3,1%
Riksgäldsspar, nominellt	21	22	25	44	33	2,8%
Likviditetshanteringsinstrument	23	45	69	50	108	9,1%
Valutaterminer m.m.	0	14	17	2	-9	-0,8%
Nom. lån i svenska kronor	798	787	718	687	661	55,6%
Realobligationer	207	217	216	206	199	16,7%
Riksgäldsspar, reallt	1	1	1	1	1	0,1%
Reala lån i svenska kronor	208	217	217	207	200	16,8%
Lån utländsk valuta	303	266	233	225	328	27,6%
Okonsoliderad statsskuld	1309	1270	1168	1119	1189	100%

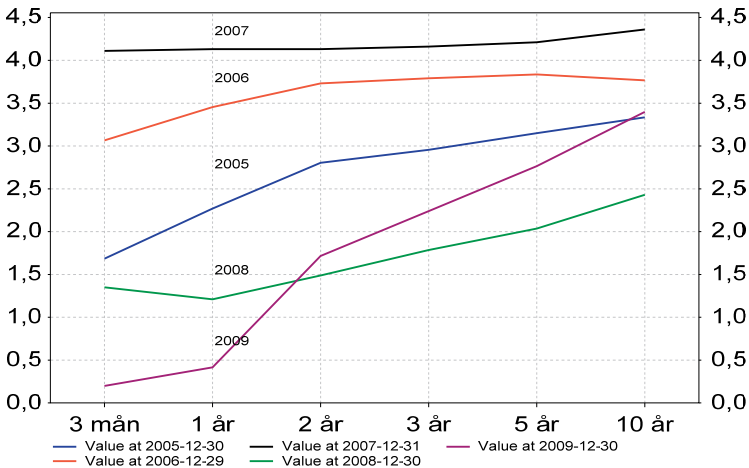
Källa: Riksgäldskontoret

Statens upplåning sker främst genom att Riksgäldskontoret emitterar nominella statsobligationer och statsskuldväxlar samt realobligationer på den svenska räntemarknaden. Upplåning sker även i utländsk valuta på den internationella räntemarknaden.

Villkoren för upplåningen kan beskrivas med hjälp av avkastningskurvan. På den svenska räntemarknaden utgörs avkastningskurvan i detta sammanhang av statsskuldväxlar och statsobligationer. I regel har avkastningskurvan en positiv lutning. Det innebär att upplåning på kortare löptider (statsskuldväxlar) görs till lägre ränta än upplåning på längre löptider (statsobligationer). Den kortare upplåningen innebär dock högre risk, eftersom skulden omsätts oftare till på förhand okända villkor (ränteomsättningsrisk). En kortare löptid innebär dessutom att mer förfallande lån ska betalas tillbaka varje år, vilket ökar risken för att staten ska få svårt att låna (refinansieringsrisk). En brant lutning på avkastningskurvan förbättrar utbytesförhållandet mellan kostnad och risk, dvs. kostnaderna förväntas minska mer när löptiden förkortas om lutningen är brant (allt annat lika).

Under hösten 2008 och inledningen av 2009 föll marknadsräntorna kraftigt. Riksbankens och andra centralbanker sänkte sina styrräntor till historiskt låga nivåer i syfte att mildra den ekonomiska krisen. Marknadsräntorna för statspapper föll också till följd av att investerarnas intresse för säkra och likvida placeringar ökade i samband med att osäkerheten på finansmarknaderna steg. I diagram 2.3 illustrerar den svenska avkastningskurvan vid slutet av åren under utvärderingsperioden (se även avsnitt 4.2 underrubrik *Löptiden*).

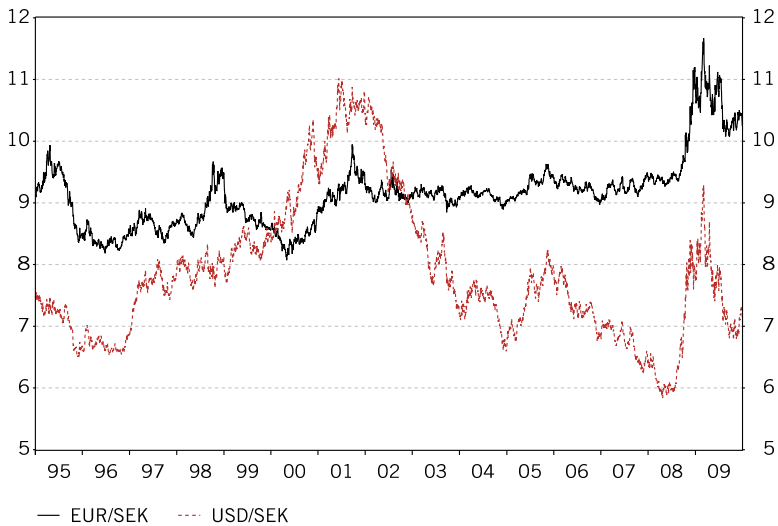
Diagram 2.3 Svensk avkastningskurva vid respektive års slut



Kronans växelkurs påverkar valutaskuldens storlek. Beroende på storleken på kronrörelserna kan de även påverka Riksgäldskontorets styrning av valutaskuldens andel av statsskulden. Genom det särskilda mandat för strategiska positioner avseende kronan som regeringen fastställer lämnas även utrymme för att kronkursen ska påverka Riksgäldskontorets positionstagande.

Under hösten 2008 försvagades den svenska kronan kraftigt till följd av finanskrisen, konjunkturedgången och den tilltagande oron för utvecklingen i Baltikum. Kronan låg därefter kvar på en låg nivå under våren 2009. När finansmarknaderna under sommaren 2009 successivt började stabiliseras och konjunktursignalerna blev mer positiva stärktes kronan.

Diagram 2.4 Kronan i förhållande till euron och dollarn



Sammanfattning: Kraftigt fallande marknadsräntor under 2009 ledde till att de kostnadsmässiga statsskuldräntorna halverades jämfört med året innan. Räntekostnaderna uppgick till 22 miljarder kronor 2009. Den genomsnittliga emissionsräntan för hela statsskulden var 1,90 procent vid slutet av 2009 jämfört med runt 4 procent tidigare under utvärderingsperioden. Risker, mätt som variationen i genomsnittlig emissionsränta, steg markant under 2008, men har sedan dess gått tillbaka något.

Ränteutgifternas andel av statsbudgeten har minskat från runt 13 procent 2000 till runt 4 procent 2009. Statsskuldens betydelse för statsfinanserna har minskat avsevärt.

Statsskuldens totala kostnader påverkas främst av skuldens storlek, räntenivåer och växelkursutveckling. Regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets förvaltning har också betydelse för statsskuldens kostnader och risker.

Nedan redovisas utgifts- och kostnadsmässiga räntor samt den genomsnittliga emissionsräntan under utvärderingsperioden. De utgiftsmässiga statsskuldräntorna belastar statsbudgeten och lånebehovet medan de kostnadsmässiga statsskuldräntorna påverkar statens finansiella sparande.

Den genomsnittliga emissionsräntan, som uttrycks i procent, är det övergripande kostnadsåtgångs- och styrnings- och uppföljnings- och statsskuldskörelsen. Den genomsnittliga emissionsräntan redovisas i avsnitt 3.2.

3.1 Utgifts- och kostnadsmässiga statsskuldräntor

År 2008 anvisades 40,6 miljarder kronor på anslaget Räntor på statsskulden. Utfallet blev 33,1 miljarder kronor. Det lägre utfallet förklaras främst av att marknadsräntorna blev lägre än vad som antagits i beräkningarna då anslaget anvisades. År 2009 anvisades 33,7 miljarder kronor, medan utfallet blev 31,1 miljarder kronor. Lägre marknadsräntor förklarar merparten av det lägre utfallet.

Statsskuldens kostnader beräknas genom att justera de utgiftsmässiga statsskuldräntorna för upplåningstekniska effekter. Utfallet för räntekostnaderna blev 43,5 miljarder kronor 2008 och 21,7 miljarder kronor 2009 (nedre delen av tabell 3.1). Lägre marknadsräntor förklarar varför de kostnadsmässiga statsskuldräntorna halverades jämfört med året innan.

Tabell 3.1 Utgifts- och kostnadsmässiga statsskuldräntor 2005–2009

Skr. 2009/10:104

<i>Utgiftsmässiga statsskuldräntor</i>	2005	2006	2007	2008	2009
Inhemska räntor	39,5	37,9	38,6	39,1	25,0
Utländska räntor	11,3	10,5	10,9	9,6	7,7
Över-/underkurser vid emission	-9,0	-4,0	-3,5	-8,0	-10,8
Summa räntor	41,8	44,4	46,0	40,7	21,9
Räntor på in/utlåning	-6,9	-6,1	-5,4	-4,8	-6,5
Valutaförluster/vinster	-10,2	6,3	2,5	-6,5	13,9
Kursförluster/vinster	7,6	5,9	4,2	3,9	1,6
Övrigt	0,3	-1,2	-0,1	-0,2	0,2
Summa ränteutgifter	32,6	49,4	47,2	33,1	31,1

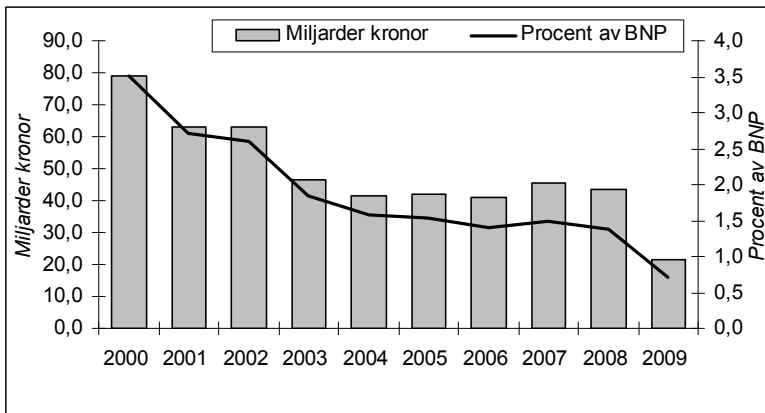
Kostnadsmässiga statsskuldräntor

Summa räntor (se tabell ovan)	41,8	44,4	46,0	40,7	21,9
Summa kostnadsjustering	0,3	-3,6	-0,6	2,8	-0,2
Summa räntekostnader	42,1	40,8	45,4	43,5	21,7

Källa: Riksgäldskontoret

Vid en längre tillbakablick kan konstateras att räntekostnaderna 2009 endast var en fjärdedel jämfört med 2000. År 2000 uppgick räntekostnaderna till runt 80 miljarder kronor och 2009 till runt 20 miljarder kronor. Som andel av BNP innebär det en minskning från 3,5 till 0,7 procent.

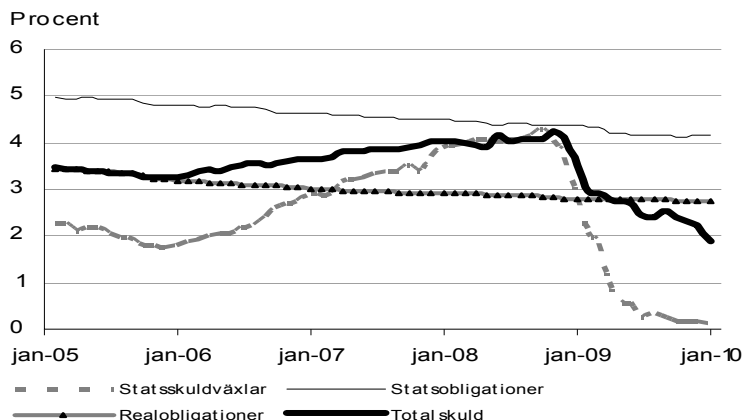
Diagram 3.1 Kostnadsmässiga statsskuldräntor 2000–2009



Källa: Riksgäldskontoret

Det övergripande kostnadsmålet i styrning och uppföljning av statsskuldsförvaltningen är den genomsnittliga emissionsräntan. Med emissionsränta avses den ränta (eller yield) som lånet hade vid emissionstillfället. Genomsnittet för skulden beräknas genom att väga samman alla enskilda emissionsräntor med respektive utestående volym (ett visst instrument kan ha emitterats vid flera olika tillfällen). Med emissionsräntan som kostnadsmått betraktas betalningarna som jämnt fördelade över instrumentets löptid.

Diagram 3.2 Genomsnittliga emissionsräntor



Källa: Riksgäldskontoret

Vid slutet av 2009 var den genomsnittliga emissionsräntan för hela statsskulden 1,90 procent, vilket kan jämföras med runt 4 procent i mitten av 2008. Minskningen i den genomsnittliga emissionsräntan är en direkt effekt av att marknadsräntor fallit väsentligt.

De lägre marknadsräntorna slår snabbast igenom på den genomsnittliga emissionsräntan för instrument med korta löptiden². För instrument med längre löptid förändras den genomsnittliga emissionsräntan långsammare eftersom det tar betydligt längre tid att omsätta obligationsstocken.

Den genomsnittliga emissionsräntan för *stocken statsskuldväxlar* uppgick vid 2009 års slut till 0,13 procent, vilket kan jämföras med 2,82 procent i slutet av 2008 och drygt 4 procent ytterligare ett halvår tidigare. Under 2009 emitterades drygt 300 miljarder kronor i statsskuldväxlar, en minskning från 450 miljarder kronor under 2008. Vid slutet av 2009 var den utestående stocken statsskuldväxlar 115 miljarder kronor jämfört med 139 miljarder kronor vid slutet av 2008. De högre volymerna under 2008 förklaras av de extraemissioner Riksgäldskontoret gjorde för att dämpa finansorn och tillgodose marknaden med den kraftigt stigande efterfrågan på statsskuldväxlar (se avsnitt 5.7).

² Hela statsskuldväxelstocken omsätts på 6 månader.

Den genomsnittliga emissionsräntan för *stocken nominella obligationer* uppgick vid 2009 års slut till 4,15 procent. Den genomsnittliga emissionsräntan för nominella obligationer har gradvis sjunkit från utvärderingsperiodens början då motsvarande genomsnittsränta var runt 5 procent. Under 2009 såldes nominella obligationer för 110 miljarder kronor jämfört med 47 miljarder kronor under 2008. Stocken nominella obligationer var dock ungefär densamma vid slutet av 2009 som vid slutet av 2008, 505 respektive 508 miljarder kronor.

Den genomsnittliga emissionsräntan för *stocken reala obligationer* uppgick vid 2009 års slut till 2,77 procent, en marginellt lägre ränta jämfört med 2008. Den genomsnittliga emissionsräntan för realobligationer har liksom för nominella obligationer fallit gradvis under utvärderingsperioden, men dock på en lägre nivå. Under 2009 såldes realobligationer för 10 miljarder kronor, vilket var hälften så mycket som under 2008. Stocken realobligationer uppgick vid 2009 års slut till 200 miljarder kronor och till 207 miljarder kronor året dessförinnan.

Tabell 3.2 Genomsnittliga emissionsräntor 2005–2009

	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Nominella obligationer</i>					
Utestående volym ² , miljarder kronor	563	550	511	508	505
GER utestående skuld, procent	4,79	4,62	4,48	4,36	4,15
Såld volym ³ , miljarder kronor	78	84	61	47	110
GER upplåning, procent	3,03	3,63	4,13	3,82	3,17
<i>Statskuldväxlar⁴</i>					
Utestående volym ² , miljarder kronor	288	255	180	139	115
GER utestående skuld, procent	1,79	2,93	3,89	2,82	0,13
Såld volym ³ , miljarder kronor	408	420	318	453	304
GER upplåning, procent	1,79	2,53	3,60	3,76	0,43
<i>Realobligationer⁵</i>					
Utestående volym ² , miljarder kronor	206	215	216	207	200
GER utestående skuld, procent	3,25	3,06	2,94	2,83	2,77
Såld volym ³ , miljarder kronor	27	20	17	20	10
GER upplåning, procent	1,43	1,55	1,85	1,79	1,42

Källa: Riksgäldskontoret

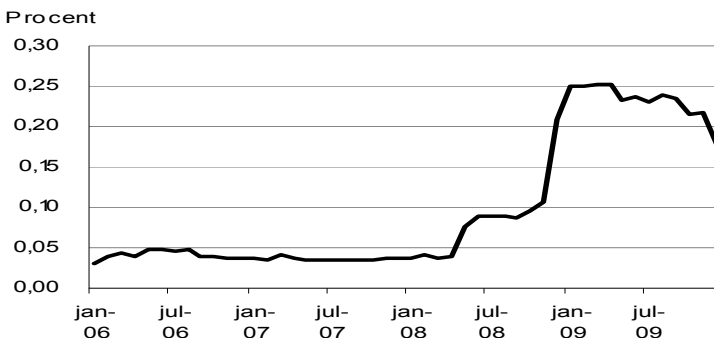
Målet för statsskuldsförvaltningen anger att riktlinjerna ska baseras på en avvägning mellan långsiktig kostnad och risk. Som framgick i avsnitt 3.1 och 3.2 definieras och redovisades kostnaderna för statsskulden utifrån de relativt enkla och lättolkade mått.

Att konkret definiera och mäta risken i statsskulden är inte lika enkelt. Anledningen är att statsskuldsförvaltningen måste ta hänsyn till risker av flera olika slag. Det är inte möjligt att mäta riskerna på ett enhetligt sätt, och riskerna kan dessutom variera kraftigt över tiden. Riskutvärderingen försvåras också av att risken måste bedömas utifrån den information som var tillgänglig när besluten fattades. Såväl kostnads- som riskbedömningen handlar i stället om att ta ställning till om besluten sammantaget framstår som rimliga och väl avvägda med hänsyn till målet och den information som fanns när besluten fattades. På övergripande nivå definieras risken i statsskuldportföljen som dess bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden.

Risk i genomsnittlig emissionsränta

Regeringen påverkar den förväntade kostnaden och risken i förvaltningen främst genom beslut avseende statsskuldens löptid och sammansättning. Löptiden styrs och anges i termer av genomsnittlig räntebindningstid, vilket bestämmer hur ofta statsskuldens löpande emissionsräntor förändras. Variationen i statsskuldens kostnad blir högre vid ett kort löptidsmål än vid ett långt löptidsmål. I diagrammet nedan redovisas risken mätt som standardavvikelse i ett års rullande månadsförändringar i genomsnittliga emissionsräntor under åren 2006–2009.

Diagram 3.3 Risken mätt som standardavvikelser på månadsförändringar i genomsnittliga emissionsräntor



Källa: Riksgäldskontoret

Variationer i det historiska utfallet är ett sätt att beskriva risken i efterhand. Utifrån denna beskrivning var risken stabil fram till mitten av 2008 varefter risknivån (variationen) steg markant i samband med den ökade osäkerheten på finansmarknaden. Marknadsräntorna föll kraftigt liksom den genomsnittliga emissionsräntan och därmed kostnaderna för statsskulden. En följd var att variationen i den genomsnittliga emissionsräntan steg och nådde sin höjdpunkt på 25 baspunkter i början

av 2009. Resterande kvartal under 2009 innebar fortsatt större risk än normalt men med fallande risknivå. Skr. 2009/10:104

Risk i utgifts- och kostnadsräntorna

På övergripande nivå definieras risken i statsskuldportföljen som dess bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. Risken kan även betraktas som skuldportföljens bidrag till variationer i statens finansiella sparande. Statens finansiella sparande ingår i det finansiella sparandet för hela den offentliga sektorn utifrån vilket regeringens överskottsmål definieras.³ Den offentliga sektorns finansiella sparande utgör även definitionen som mäts mot EU:s regler om högst tre procents underskott i förhållande till BNP.

De utgiftsmässiga statsskuld räntorna påverkar budgetsaldot, medan kostnadsräntorna påverkar det finansiella sparandet. Under utvärderingsperioden har både utgifts- och kostnadsräntorna minskat, vilket inneburit en allt mindre påverkan på lånebehov och finansiellt sparande (se tabell 3.1 och diagram 3.1). På grund av att ränteutgifterna och räntekostnaderna fallit kraftigt har dock risken i termer av variation stigit, vilket även speglas i diagram 3.3. När räntenivåerna så småningom stiger kommer detta även slå igenom på de utgifts- och kostnadsräntorna. Hur snabbt ändrade räntenivåer får genomslag på ränteutgifter och kostnader beror främst på statsskuldens löptid. I diagram 3.2 syns tydligt att de genomsnittliga emissionsräntorna för statsskuldväxlar fallit betydligt snabbare än genomsnittsräntan på nominella och reala statsobligationer. När marknadsräntan stiger blir rörelserna de samma fast i motsatt riktning. Den genomsnittliga löptiden på den totala skulden ligger någonstans emellan den genomsnittliga löptiden för statsskuldväxlar och den för statsobligationer, vilket framgår i samma diagram. Detta illustrerar de riskmässiga fördelarna med att använda både korta och långa instrument.

Ränteutgifternas andel av statsbudgeten (summa utgiftsområden) har minskat från runt 13 procent 2000 till runt 4 procent 2009. Statsskuldens betydelse för statsfinanserna har med andra ord minskat avsevärt.

³ Överskottsmålet avser det finansiella sparandet för den samlade offentliga sektorn (stat, kommunsektorn och ålderspensionssystemet). Målet är definierat som överskott motsvarande 1 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel.

4 Redovisning av regeringens riktlinjebeslut och den externa granskningen

Skr. 2009/10:104

I detta avsnitt redogörs för regeringens riktlinjer under utvärderingsperioden 2005–2009. I avsnittet framgår även de slutsatser som den externa utredaren dragit avseende riktlinjerna för 2008 och 2009, samt de rekommendationer som utredaren lämnar för att styrningen av statsskulden ska kunna förbättras ytterligare. I anslutning till slutsatser och rekommendationer framgår regeringens kommentarer och de uppdrag regeringen har för avsikt att ge Riksgäldskontoret med anledning av utredarens rekommendationer.

4.1 Regeringens riktlinjer perioden 2005–2009

Sammanfattning: Regeringen har under utvärderingsperioden arbetat vidare för att minska andelen valutaskuld och öka andelen realskuld. I augusti 2008 uppnåddes det långsiktiga målet, 15 procent, för valutaskuldens andel. Tidigare amorteringsriktvärde för valutaskulden ersattes med andelsstyrning. Löptiden i statsskulden kortades under periodens början men förlängdes under våren 2009 i samband med att Riksgäldskontoret emitterade ett 30-årigt obligationslån. Sedan hösten 2008 har Riksgäldskontoret rätt att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån när detta är motiverat av att främja den finansiella stabiliteten. Under 2009 utökades Riksgäldskontorets mandat att ta positioner avseende kronans växelkurs från 15 till 50 miljarder kronor.

Under utvärderingsperioden har fem ordinarie riktlinjebeslut fattats. Därtill har vid fyra tillfällen ändringsbeslut avseende enskilda styrvariabler eller målvärden fattats. Tre av ändringsbesluten har fattats efter att finanskrisens mer akuta skede inleddes hösten 2008. Ändringsbesluten, föranledda av finanskris och konjunkturedgång, avser extra emissioner av statsskuldväxlar, upphävt löptidsriktvärde för nominell kronskuld samt utökat mandat för positioner avseende kronans växelkurs.

Statsskuldens sammansättning

Regeringen har sedan 2001 strävat efter att minska andelen valutaskuld och öka andelen realskuld.⁴ Motivet har främst varit att minska risken i statsskulden. De nuvarande skuldandelarna har sin bakgrund i en analys som Riksgäldskontoret gjorde inför förslaget till riktlinjer för 2005. I riktlinjebeslutet för 2005 fastställdes målandelarna till: 15 procent valutaskuld, 20–25 procent real kronskuld och resterande 60–65 procent nominell kronskuld. I samband med att ett nytt andelsmått infördes 2007

⁴ I samband med den statsfinansiella krisen i början av 1990-talet gjordes en stor del av nyupplåningen i utländsk valuta. Andelen valutaskuld steg då från 10 procent till knappt 30 procent. Regeringen bedömde att detta var en för stor andel valutaskuld och en långsiktig amortering av valutaskulden inleddes.

justerades av beräkningstekniska skäl målandelen realskuld till 25 procent. Sedan 2007 har målandelarna varit oförändrade (tabell 4.1). Skr. 2009/10:104

Tabell 4.1 Regeringens riktlinjer – målandelar för statsskuldens sammansättning

	2005	2006	2007	2008	2009
Målandel valutaskuld	15%	15%	15%	15%	15%
Målandel real skuld	20-25%	20%	25%	25%	25%
Residual nominell skuld	60-65%	65%	60%	60%	60%

Källa: Finansdepartementet

För att styra andelen valutaskuld mot den målsatta andelen 15 procent, beslutade regeringen under flera år att Riksgäldskontoret skulle amortera på valutaskulden. För 2005 och 2006 var amorteringsriktvärdet 25 miljarder kronor och för 2007 och 2008 var amorteringsriktvärdet 40 miljarder kronor. Riksgäldskontoret hade möjlighet att avvika från amorteringsriktvärdet med 15 miljarder kronor. Avvikelser från amorteringsriktvärdet skulle i första hand grundas på strategiska bedömningar av kronkursens utveckling och i andra hand av kraftiga förändringar i statens lånebehov, utjämning av lånebehov mellan åren och kraftiga förändringar i lånevillkoren på den svenska räntemarknaden. Avvikelsen från amorteringsriktvärdet utvärderas i avsnitt 5.5.

Tabell 4.2 Styrning av valutaskuld – amorteringsriktvärde

	2005	2006	2007	2008	2009
Riktvärde amortering valutaskuld	25	25	40	40	-
Avvikelseintervall	±15	±15	±15	±15	-

Källa: Finansdepartementet

Under sommaren 2008 närmade sig valutaskuldens andel den långsiktigt målsatta andelen.⁵ Den 28 augusti 2008 beslutade regeringen att det tidigare amorteringsriktvärdet skulle utgå och ersättas med andelsstyrning mot den sedan tidigare målsatta andelen 15 procent. Regeringen beslutade samtidigt att införa ett styrintervall på ±2 procentenheter runt målandelen. Syftet med styrintervallet är främst att undvika kostnader till följd av styrande åtgärder som enbart framkallas av tillfälliga valutakursförändringar. Om valutaandelen till följd av valutakursförändringar skulle hamna utanför styrintervallet, bör de åtgärder som vidtas ta sikte på att återföra andelen innanför intervallet (snarare än att föra andelen mot riktvärdet på 15 procent). Detta gäller till skillnad från när avvikelser har sitt ursprung i andra orsaker. I det senare fallet ska andelen valutaskuld återföras mot riktvärdet.

⁵ Den omedelbara orsaken till att målandelen för valutaskulden uppnåddes under sommaren 2008 var försäljningsinkomsterna för Vin & Sprit AB på motsvarande 50 miljarder kronor i utländsk valuta.

Löptid

Avvägningen mellan kostnad och risk i statskuldsförvaltningen styrs i stor utsträckning av beslut kring skuldens löptid. Under 2000-talet har regeringen agerat utifrån antagandet att avkastningskurvan på den svenska räntemarknaden i genomsnitt har en positiv lutning, dvs. att kortare räntor är lägre än långa räntor. Samtidigt är riskerna större ju kortare löptiden är. Mot bakgrund av att statsfinanserna stärkts och statskulden minskat under ett antal år har utrymmet för att ta risk vuxit. Det har tagit sig uttryck i en långsam trend emot en kortare löptid.

Före 2007 beslutade regeringen endast om löptiden för den nominella kronskulden och valutaskulden. Inför 2007 ändrade regeringen, efter förslag från Riksgäldskontoret, löptidsstyrningen så att löptidsmålet även omfattade den reala kronskulden. Styrsystemet innebar att regeringen beslutade om riktvärdet för hela statskulden och att Riksgäldskontoret därefter beslutade hur löptiden skulle fördelas mellan de tre skuldslagen, samt ange avvikelsetintervall.

I riktlinjebeslutet för 2007 beslutade regeringen att statskuldens samlade löptid skulle förkortas från 5,0 år till 4,7 år. För 2008 fastställdes det samlade löptidsriktvärdet till 4,8 år.⁶ År 2009 beslutade regeringen att övergå till att styra löptiden för de olika skuldslagen var för sig i stället för samlat. Anpassningen gjordes för att ge en tydligare bild av balansen mellan förväntad kostnad och risk i de tre skuldslagen. Den nya styrningen har också fördelen att oönskade avvikelser i andelen för ett visst skuldslag inte behöver kompenseras med en avvikelse i ett annat skuldslag som i många fall också skulle vara oönskad.

Tabell 4.3 Regeringens riktlinjer avseende löptid i statskulden

	2005	2006	2007	2008	2009
Valuta+nominell kronskuld	2,5±0,3år	3,1 år			
Valutaskuld					0,125år
Nominell skuld					3,5 år ⁷
Realkronskuld					10,1 år
Totalt		(5,0)	4,7	4,8	(5,4)

Källa: Finansdepartementet

I förslaget till riktlinjer 2009 angav Riksgäldskontoret att löptiden för den nominella skulden skulle sänkas från 3,5 år till 3,2 år fram till slutet av 2010. Regeringen beslutade emellertid att behålla löptiden för den nominella skulden på 3,5 år. Som skäl angav regeringen dels osäkerhet om konjunkturen och därmed statsfinansernas utveckling, dels att den pågående finansoron gjorde att man borde invänta en normalisering av förhållandena på finansmarknaderna innan beslut om en ändrad

⁶ Den marginella förlängningen berodde på tekniska faktorer kopplade till realskulden och var inte ett uttryck för en önskan att förlänga löptiden.

⁷ Löptidsriktmärket för den nominella kronskulden upphävdes den 12 mars 2009. Ett nytt löptidsriktvärdet fastställdes i riktlinjerna för 2010. Det nya löptidsriktvärdet för den nominella kronskulden innebar att instrument med löptid upp till 12 år ska ha en räntebindningstid på 3,2 år och att instrument med löptid längre än 12 år ska begränsas av en maxvolym på 60 miljarder kronor.

inriktning av löptiden tas. Osäkerheten om hur djup och utdragen recessionen skulle bli var som störst i oktober och november 2008, då riktlinjerna för 2009 bereddes och beslutades.

Den 12 mars 2009 beslutade regeringen att temporärt upphäva löptidsriktvärdet för den nominella kronskulden. Syftet var att ge Riksgäldskontoret möjlighet att emittera ett 30-årigt lån. Detta bedömdes vara ändamålsenligt med tanke på de låga långa räntorna. Ytterligare ett motiv var att minska refinansieringsrisken och sprida upplåningen på fler löptider i en situation när utsikterna för statsfinanserna försämrades och osäkerheten tilltog. Den 23 mars 2009 emitterades en 30-årig nominell statsobligation. Volymen uppgick till 38 miljarder kronor och räntan blev 3,75 procent. Som en konsekvens av att den nya 30-åringen emitterades ökade löptiden för den nominella skulden från 3,5 till 5,5 år.

I avsnitt 4.2 återfinns fördjupade resonemang om regeringens riktlinjer för löptiden samt utredarens syn på besluten.

Positionstagande

I syfte att ytterligare sänka statens kostnader för statsskulden har Riksgäldskontoret möjlighet att via s.k. aktiv förvaltning ta ränte- och valutapositioner. Sedan 2007 styrs denna verksamhet genom att regeringen beslutar om hur stor riskexponeringen får vara. Denna gräns är 600 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-risk (VaR) vid 95 procents sannolikhet.⁸ Inom utrymmet har Riksgäldskontorets styrelse i uppgift att fatta beslut om interna riktlinjer för den aktiva förvaltningen. Styrelsen kan också fatta beslut om strategiska valutapositioner. Fram till augusti 2008 hade Riksgäldskontoret även via avvikelseintervallet runt amorteringsriktvärdet på valutaskulden ett särskilt utrymme för att ta positioner på motsvarande 15 miljarder kronor. Syftet var att kunna ta till vara svängningar i kronans värde gentemot andra valutor. Genom att dra ner på amorteringarna när den svenska kronan var mycket svag kunde staten undvika stora valutakursförluster.

I riktlinjerna för 2009, då amorteringsriktvärdet avskaffats, inkluderades beloppet motsvarande avvikelseintervallet (15 miljarder kronor) i positionsutrymmet som omfattas av begränsningen 600 miljoner kronor mätt som daglig VaR. I maj 2009 höjde regeringen Riksgäldskontorets mandat för strategiska positioner i kronor gentemot andra valutor från 15 till 50 miljarder kronor. Skälet var att ytterligare utvidga potentialen för sänkta upplåningskostnader som den dåvarande extremt låga kronkursen innebar. Regeringen och Riksgäldskontoret bedömde att kronan kommer att stärkas när den finansiella oron ebbat ut. Det utökade utrymmet på 35 miljarder kronor undantogs från derivat- och VaR-begränsningen som gäller andra positioner. I praktiken innebar det en återgång till en styrning av positionstagande i kronor som liknar det tidigare avvikelseintervallet kring riktvärdet för amorteringen av valutaskulden. Samma styrmekanism för strategisk kronposition tillämpas i riktlinjerna för 2010. Regeringen menar att erfarenheterna från 2009 visar att det är mer ändamålsenligt att styra hanteringen av

⁸ Positioner får enbart ske via derivat. Derivatpositionerna ska bokföras i en egen portfölj och marknadsvärderas löpande. Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.

kronpositionerna via särskilda riktlinjer och inte som en del av mandatet för positioner i utländsk valuta. Skr. 2009/10:104

I avsnitt 4.2 återfinns fördjupade resonemang om regeringens riktlinjer för positionstagande samt utredarens syn i frågan.

Marknads- och skuldvard

Regeringen har i riktlinjerna sedan 2006 ett särskilt mål för marknads- och skuldvard. Dessförinnan fanns målet i regleringsbrevet till Riksgäldskontoret. Syftet med målet är att tydliggöra att Riksgäldskontoret har i uppgift att genom marknads- och skuldvard förbättra marknadsens funktion i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk. Målformuleringen har ändrats något under perioden. För 2006 löd målet: ”Riksgäldskontoret skall genom skuld- och marknadsvard bidra till att förbättra marknadsens funktion. Detta får inte medföra att målet om långsiktig kostnadsminimering åsidosätts”. Målet 2009 löd: ”Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk”.

Lån för att tillgodose behovet av statslån

Den 29 oktober 2008 beslutade regeringen, efter riksdagens tillägg i 1 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning, att ge Riksgäldskontoret rätt att ha utestående lån till ett maximalt värde av 200 miljarder kronor för att tillgodose behovet av statslån med olika löptid. Bakgrunden var den stora efterfrågan på statspapper som följde efter Lehman Brothers konkurs i september 2008. Den ökade efterfrågan på statspapper kunde inte hanteras inom ramen för Riksgäldskontorets normala system för att låna ut statsskuldväxlar till återförsäljarna via så kallade marknadsvårdande repor (se avsnitt 5.7).

Upplåning på privatmarknaden

Regeringen har i riktlinjerna sedan 2007 ett särskilt mål för upplåning på privatmarknaden. Tidigare formulerades målet i regleringsbrevet till Riksgäldskontoret. Målformuleringen har varit oförändrad sedan 2007 och lyder ”Riksgäldskontoret ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden”. I skälen till riktlinjebeslutet för 2008 framgick att besparingen skulle sättas i förhållande till motsvarande institutionella upplåning via statsobligationer eller statsskuldväxlar.

Sammanfattning: Den externa granskningen anger att regeringens riktlinjebeslut under 2008 och 2009 i huvudsak varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet. I rapporten lyfter utredaren fram ett antal frågeställningar och rekommendationer om hur styrningen av statsskuldskuldsförvaltningen skulle kunna förbättras. Regeringen har för avsikt att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att utreda några av dessa frågeställningar.

Bakgrund

I finansutskottets betänkande (2007/08:FiU22) välkomnade riksdagen att regeringens skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2003–2007 (skr. 2007/08:104) kompletterats med ett externt utvärderingsunderlag. Nyttan av föregående granskningsrapport bedömdes dock som relativt begränsad, varför utskottet tillade att regeringen till nästa skrivelse bör utveckla den externa granskningen så att den kan fylla den viktiga funktionen som stödjande underlagsmaterial för utvärdering av statsskuldspolitiken. Mot denna bakgrund gav Finansdepartementet f.d. chefekonomen på Nordea Jörgen Appelgren uppdrag att:

- analysera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldskuldsförvaltningen under 2008 och 2009 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet samt,
- utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaså med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.

Av uppdragsbeskrivningen framgick att granskningen särskilt borde fokusera på beslut avseende löptiden och skuldens andelar, då dessa båda parametrar har störst betydelse för avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldskuldsförvaltningen. Vidare framgick av uppdragsbeskrivningen att granskningen främst borde göras på grundval av den information som fanns tillgänglig vid beslutstillfällena. Utredarens rapport finns i sin helhet i *bilagan*.

Granskningsrapporten

I granskningsrapporten konstateras inledningsvis att de ekonomiska förhållandena varit mycket speciella under de två aktuella åren. Under hösten 2008 föll likviditetsförsörjningen i det finansiella systemet samman och den följande lågkonjunkturen blev den värsta sedan 1930-talet. Genom kraftfulla insatser från regeringar och centralbanker världen över kunde dock det finansiella systemet och ekonomierna så småningom stabiliseras. En långsam ekonomisk återhämtning påbörjades under senare delen av 2009.

Av granskningsrapporten framgår att utredaren i huvudsak bedömer regeringens riktlinjebeslut för 2008 och 2009 som rimliga och riktiga. Utredaren bedömer även att Riksgäldskontorets tillämpning av besluten

varit riktig. Nedan redogörs för utredarens slutsatser och rekommendationer. Inom parentes görs hänvisning till vilken sida i granskningsrapporten som slutsatsen eller rekommendationen förekommer. I anslutning till rekommendationerna ges regeringens kommentarer.

Skuldandelar

Utredaren konstaterar att det finns skäl att dela upp statsskulden på flera skuldslag. Det är enligt utredaren dock svårt att bedöma hur stora andelarna bör vara. Nuvarande inriktning bygger på en analys Riksgäldskontoret genomförde 2004 när skuldkvoten var runt 50 procent av BNP. Då skuldandelarna delvis är en funktion av statsskuldens storlek rekommenderar utredaren att Riksgäldskontoret gör en analys över hur skuldandelarna skulle kunna se ut i ett läge med en betydligt högre respektive lägre statsskuld (*bilagan s. 13 och 14*).

Regeringen anser att utredarens förslag om att analysera hur stora skuldandelarna vid en betydligt högre respektive lägre statsskuld bör vara är relevant. För att få ett samlat grepp över kostnader och risker är det väsentligt att i samband därmed även analysera hur löptiden bör hanteras i dessa fall. Regeringen avser att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att på nytt analysera dessa frågor.

I fråga om regeringsbeslutet den 28 augusti 2008 – då regeringen avskaffade amorteringsriktvärdet och införde andelsstyrning av valutaskulden anser utredaren att regeringen möjligen redan i riktlinjebeslutet från hösten 2007 kunnat skriva in att Riksgäldskontoret skulle övergå till att styra efter det långsiktiga målet ifall detta skulle nås under året (*bilagan s. 24 och 25*).

Regeringen delar utredarens bedömning att det varit fullt möjligt att i riktlinjerna för 2008 fastställa att Riksgäldskontoret skulle övergå till andelsstyrning när det långsiktiga målet uppnåddes. Detta alternativ övervägdes men av transparens skäl valdes att ändringen skulle genomföras i ett särskilt ändringsbeslut.

Löptiden

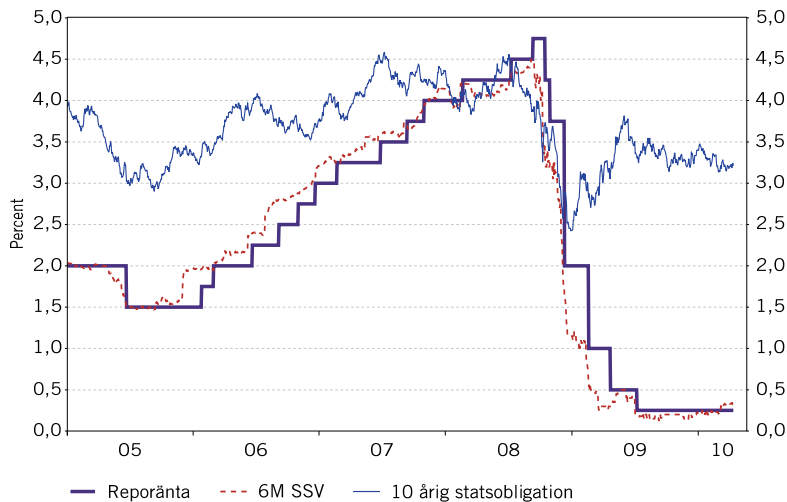
Utredaren konstaterar att den förändrade styrningen av löptiden i 2009 års riktlinjebeslut i praktiken inte innebar någon större skillnad. Ändringen innebar att ansvaret för att fastställa löptidsriktvärdet för de enskilda skuldslagen flyttades från Riksgäldskontoret till regeringen. Löptiden för den reala skulden och valutaskulden är i princip givna. Utredaren tillstyrker dock omläggningen och menar att ett mål för varje skuldslag torde vara att föredra så att en (oönskad) avvikelser i ett skuldslag inte får återverkningar på de övriga.

Utredaren menar att regeringens argument kring att behålla löptiden oförändrad i den nominella kronskulden i riktlinjerna för 2009 inte är helt övertygande. En djup konjunkturedgång implicerar vanligtvis dämpade inflationsutsikter och därmed låg styrränta, vilket enligt utredaren skulle tala för att förkorta löptiden. Vidare menar utredaren att osäkerheten på finansmarknaderna leder till ökad efterfrågan på säkra placeringar, vilket i sin tur minskar upplåningskostnaderna för staten. Risken för ett betydligt sämre statsfinansiellt utfall är enligt utredaren det argument som kvarstår som motiv till beslutet (*bilagan s. 9–11*).

Regeringen vill understryka den osedvanligt höga osäkerhet som rådde efter den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers kollaps i september 2008 och vid beslutstillfället i november 2008. Den radikalt förvärrade finanskrisen gjorde att mycket negativa scenarion för utvecklingen i statsfinanserna inte kunde uteslutas. Att i det läget förkorta löptiden i statsskulden, och därmed öka risken, bedömdes inte som lämpligt. Regeringen anser därtill att lutningen på avkastningskurvan för statspapper inte heller gav stöd för att den genomsnittliga löptiden i den nominella kronskulden borde förkortas. Avkastningskurvan var under 2008 till stor del horisontell och under hösten 2008 t.o.m. negativt lutande. Argumenten vid beslutstillfället pekade snarare mot en oförändrad eller t.o.m. en längre löptid i den nominella kronskulden än en kortare löptid. Regeringens beslut om oförändrad löptid, jämfört med den föreslagna förkortningen, gav dessutom Riksgäldskontoret ökade möjligheter att utnyttja absolut sett låga statsobligationsräntor i de längre löptidssegmenten.

I efterhand kan det dock konstateras att regeringen, liksom flertalet andra bedömare, missbedömde snabbheten och kraften i Riksbankens räntesänkningar. Från mitten av oktober 2008 till juli 2009 sänkte Riksbanken reporäntan från 4,75% till 0,25% i syfte att motverka finanskrisen och dess reala effekter. En mycket brant avkastningskurva ger i och för sig argument för en kortare löptid men detta, mycket extrema räntescenarior, låg inte för handen vid beslutstillfället. Det är också i ljuset av den information som förelåg vid beslutstillfället som regeringens handlingar främst ska värderas. Man får heller inte glömma att viktiga förutsättningar i Riksgäldskontorets förslag till förkortad löptid i nominell kronskuld i grunden hade förändrats när riktlinjebeslutet togs.

Diagram 4.1 Svenska räntor



Källa: Ecowin

När det gäller upphävandet av löptidsriktvärdet för den nominella kronskulden i mars 2009 menar utredaren att detta var en händelse som kullkastade hela styrmodellen. Utredaren anser att händelsen bör leda till

en diskussion om en alternativ styrmodell (*bilagan s. 11 och 26*). Beslutet då löptidsriktvärdet upphävdes sätter, enligt utredaren, fingret på en problematik som inte närmare behandlades i regeringsbeslutet. Utredaren efterfrågar en större flexibilitet och resonerar om att ledtider kan fördyra upplåningen. Å andra sidan innebär nuvarande system att Riksgäldskontoret tvingas föra fram sina argument i offentlighetens ljus vilket bör leda till en bättre intern kontroll menar utredaren (*bilagan s. 27*).

Regeringens riktlinjebeslut vägleds av målet för statsskuldspolitiken; kostnadsminimering med beaktande av risk. Om regeringen redan den 12 mars 2009 skulle ha fastställt ett nytt löptidsriktvärde och/eller emissionsvolym hade detta med stor sannolikhet fördyrat upplåningskostnaden. Riksgäldskontoret hade då blivit låst att låna upp vissa volymer vilket långivarna kunnat utnyttja. Regeringen valde därför att med skyndsamhet lösgöra Riksgäldskontoret från löptidsriktlinjen i syfte att ge Riksgäldskontoret möjlighet att ta till vara låga längre obligationsräntor. Bakom beslutet låg också en bedömning om att framtagandet av ett nytt styrsystem under rådande förhållanden skulle ta alltför lång tid. I stället upphävdes löptidsriktvärdet temporärt och från 2010 tillämpas en ny styrmodell för den nominella kronskulden. Styrmodellen bedöms under nuvarande förutsättningar vara ändamålsenlig. När det gäller själva ändringsbeslutet bedömer utredaren att det var ett gynnsamt läge att ta upp ett långt lån och att Riksgäldskontoret lyckades genomföra själva upplåningen på ett sätt som resulterade i en attraktiv lånekostnad (*bilagan s. 11*).

Utredaren menar att beslut om löptiden har stor betydelse för lånekostnaden men också för risken i stora svängningar i upplåningskostnaderna. Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv finns ett mervärde att ha en relativt jämn räntekostnad över tiden. Detta mervärde ska vägas mot den lägre kostnad en kort löptid förväntas generera över tiden (*bilagan s. 8*).

Positionstagande

Utredaren stöder argumenten bakom beslutet att utöka mandat för strategiska positioner i kronor gentemot andra valutor från 15 till 50 miljarder kronor (beslut från i maj 2009). Kronan var under våren 2009 extremt svag i förhållande till det ekonomiska läget i Sverige och en normalisering av de finansiella marknaderna borde även medföra en normalisering av den svenska kronan. Utvecklingen hitintills tyder på att regeringen och Riksgäldskontoret gjorde en riktig analys (*bilagan s. 20 och 21*). Den orealiserade vinsten av positionerna inom det utökade utrymmet uppgick vid utgången av februari 2010 till 2,8 miljarder kronor. Vid samma tillfälle fanns även en orealiserad vinst på 1,6 miljarder kronor från det ursprungliga mandatet på 15 miljarder kronor.

Utredaren pekar på att det är tveksamt om ett aktivt positionstagande, som är fristående från den ordinarie förvaltningen, kan betraktas som kostnadsminimering. Utredaren menar att det snarare handlar om att öka intäkterna via en sidoverksamhet och önskar en ökad tydlighet kring detta.

Regeringen delar inte utredarens uppfattning att positionstagande kan ses som en sidoverksamhet till den egentliga statsskuldförvaltningen.

Tvärtom finns här inslag som är av avgörande betydelse för strävan att minimera kostnaderna med beaktande av risk. Det gäller i synnerhet positioner avseende kronans växelkurs. Detta var särskilt tydligt i den tidigare ordningen (fram till augusti 2008) med avvikelsetintervall kring riktvärdet för amorteringen av valutaskulden. Att fortsätta att amortera valutaskuld i samma takt när kronan bedöms vara extremt svag är oförenligt med strävan efter långsiktig kostnadsminimering. På motsvarande sätt är det rimligt att Riksgäldskontoret har möjlighet att beakta kronkursen vid beslut om upplåning ska ske i kronor eller utländsk valuta. Genom att öka valutaskulden när kronan är svag och reducera den när kronan är stark får Riksgäldskontoret möjlighet att reducera den förväntade kostnaden för statsskulden på lång sikt. Motsvarande resonemang kan föras avseende strategiska positioner inom valutaskulden, t.ex. mellan dollar och euro. Möjligheten att omfördela mellan valutor som framstår som svaga respektive starka sänker de förväntade kostnaderna för valutaskulden. Riksgäldskontorets mandat att ta strategiska positioner är således en integrerad del av en effektiv skuldförvaltning.

Beträffande den löpande aktiva förvaltningen i utländsk valuta som Riksgäldskontoret bedriver, delvis med hjälp av externa förvaltare, är kopplingarna mindre tydliga, även om denna verksamhet i sig bidrar till att Riksgäldskontoret har den kompetens som krävs för att ta strategiska positioner. Här finns det utrymme för ökad tydlighet om hur regeringen ser på den delen av verksamheten. Regeringen avser att förtydliga detta i kommande riktlinjebeslut. Någon ändring i sak är dock inte motiverad. Som utredaren noterar har Riksgäldskontorets aktiva förvaltning medfört besparingar för staten (*bilagan s. 22*).

Utredaren rekommenderar även regeringen att överväga att ge ett vidare mandat till Riksgäldskontoret med avseende på strategiska positioner. Det bakomliggande syftet vore att minska ledtiderna i beslutsprocessen och därigenom ge Riksgäldskontoret bättre möjlighet att utnyttja gynnsamma marknadstillfällen. Regeringen ser skäl att mandatet för positionstagande ses över och har därför för avsikt att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att särskilt utreda frågan om positionsmandatets utformning inför regeringens beslut om 2011 års riktlinjer.

Lån för att tillgodose behovet av statslån

Utredarens slutsats när det gäller lån för att tillgodose behovet av statslån är att Riksgäldskontorets agerande inte bara var lovvärt utan i högsta grad berömvärt. Regeringens beslut om ändrade riktlinjer och riksdagens lagändring avseende detta bekräftar att Riksgäldskontorets åtgärder var rimliga och riktiga (*bilagan s. 3 och 25*).

Kostnadsmätning

Utredaren rekommenderar att regeringen och Riksgäldskontoret i utvärderingar av de olika upplåningsinstrumenten försöker uppskatta hur mycket upplåningskostnaderna i den nominella skulden sänkts på grund av diversifieringseffekten. Utredaren menar att det är tveksamt att i kostnadsjämförelser mellan reala och nominella obligationslån utgå från samma löptid. I den mån upplåningskostnaderna har betydelse för målen

för skuldandelarna i framtiden är det viktigt med en mer rättvisande jämförelse än den som gjorts hitintills. Utredaren rekommenderar vidare Riksgäldskontoret att göra en studie över emissionsräntan i syfte att se om den avviker från marknadsräntan vid tidpunkten strax innan respektive strax efter auktionerna i syfte att ge underlag för eventuella förändringar av upplåningsförfarandet.

Regeringen noterar utredarens iakttagelser. Riksgäldskontoret har i uppdrag att kontinuerligt arbetat med att utveckla metoder för kostnads- och riskmätning. Detsamma gäller metoderna för att sköta upplåningen. De konkreta förslag till fördjupade analyser som utredaren för fram förtjänar att uppmärksammas i detta arbete. Det är dock inte klart på vilket sätt resultaten kan appliceras för att effektivisera upplåningen. För att dra slutsatser om exempelvis auktionsformen behövs mer än en undersökning av emissionsräntors relation till marknadsräntor. Dessutom krävs en hypotes om hur relationen skulle påverkas av om Riksgäldskontoret tillämpade en annan auktionsform. Riksgäldskontorets tidigare analyser har visat att det är svårt att av tillgängliga teoretiska och empiriska studier dra några entydiga slutsatser.

Utredarens påpekande att antagandet att realobligationer skulle ha ersatts av lika långa nominella obligationer riskerar att överskatta fördelarna med reala lån är korrekt. Det är dock svårt att ange vad som vore en exakt utvärderingsnorm. Det är exempelvis troligt att löptiden i den nominella skulden hade varit längre om staten inte hade några reallån utestående. Att jämföra med den faktiska löptiden i den nominella skulden skulle därför också vara missvisande. Regeringen söker därför alltid att framhålla att det här resultatmålet är en uppskattning (se avsnitt 5.2).

Upplåning på privatmarknaden

Utredaren anser att målet för privatmarknadsupplåningen är väl allmänt formulerat och rekommenderar att målet preciseras i linje med beskrivningen i skälen till riktlinjebeslutet för 2008. Där framgick att besparingen ska sättas i förhållande till motsvarande upplåning via statsobligationer eller statsskuldväxlar. Vidare menar utredaren att Riksgäldskontoret bör arbeta vidare med att förbättra beräkningsmodellen där kostnadsbesparingen av privatmarknaden jämförs med upplåning på statspappersmarknaden (*bilagan s. 17*).

Regeringen avser att se över målformuleringen för privatmarknadsupplåningen riktlinjebeslutet för 2011. Regeringen avser att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att arbeta vidare med förbättringar av jämförelsen mellan upplåning på privatmarknaden och statspappersmarknaden.

Diskussion om vidare ramar

Utredaren bedömer att den statsskuldspolitiska styrmodellen fungerar bra i situationer då lånebehovet utvecklas i linje med prognoserna och när de finansiella marknaderna fungerar normalt, men att nuvarande system kan vara lite snävt och stelt i orostider. På kort sikt ger systemet Riksgäldskontoret ett relativt begränsat manöverutrymme, men på något längre sikt är möjligheterna goda att öka manöverutrymmet genom att be regeringen om ändrade riktlinjer. Hitintills har Riksgäldskontoret fått bra

gehör för sina förslag vilket i praktiken inneburit att Riksgäldskontoret över tiden haft ett betydligt större manöverutrymme än vad de årliga riktlinjerna ger intryck av. Utredaren menar att systemet innebär ledtider som medför att gynnsamma marknadslägen inte kan tas tillvara fullt ut (*bilagan s. 4 och 26–28*).

Regeringen bedömer att nuvarande styrsystem i stort fungerar tillfredsställande. Att utforma ett styrsystem som med automatik klarar alla händelser och samtidigt ger god styrning och tydlighet kring statsskuldspolitiken är inte möjligt. Om det krävs ökat manöverutrymme på något område har Riksgäldskontoret möjlighet att påtala detta för regeringen i samband med Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer eller när situationen så kräver. Det bör också understrykas att den period som utredaren studerat präglats av extrema förändringar i både lånebehov och marknadsvillkor. Att en sådan period kräver riktlinjebeslut utöver det årliga beslutet bör inte tas som intäkt för att systemet är för inflexibelt eller som ett tecken på att det inte fungerar. Det bör dock betonas att arbetet med att utveckla styrsystemet kontinuerligt står i fokus. Regeringen strävan är här att nå en väl avvägd balans mellan styrning av Riksgäldskontoret och dess möjligheter att uppfylla målen för verksamheten.

Uppdrag till Riksgäldskontoret

Sammanfattningsvis har regeringen för avsikt att ge Riksgäldskontoret följande uppdrag med anledning av granskningen:

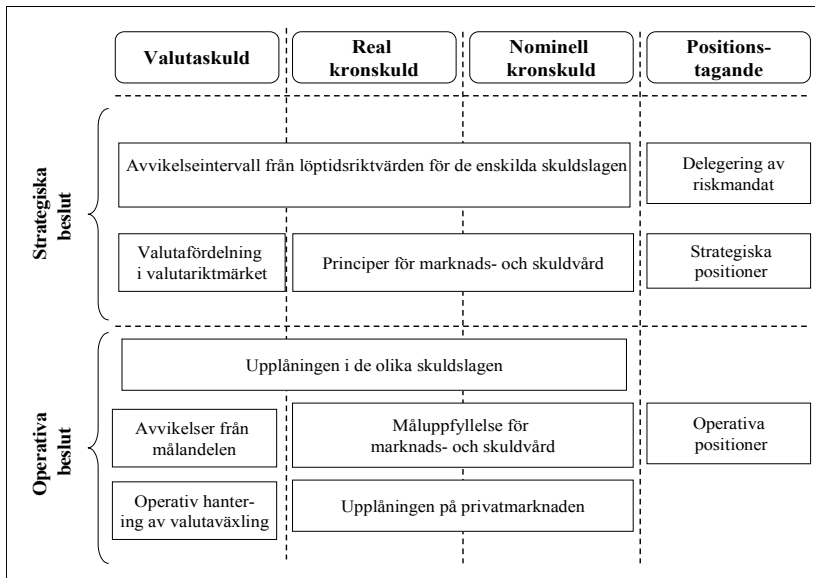
- utreda hur mandatet för positionstagande bör se ut,
- arbeta vidare med förbättringar av jämförelsen mellan upplåning på privatmarknaden och statspappersmarknaden,
- att med utgångspunkt från en betydligt högre respektive lägre statsskuld analysera hur stora andelarna av de olika skuldslagen bör vara samt analysera hur löptiden bör hanteras i dessa fall.

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut har under åren 2005–2009 fattats i enlighet med regeringens riktlinjer och det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

Inom ramen för regeringens riktlinjer fattar Riksgäldskontorets styrelse strategiska beslut rörande förvaltning och upplåning. Regeringen bedömer sammantaget att Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut under utvärderingsperioden varit i enlighet med regeringens riktlinjer och det övergripande målet för statsskuldspolitiken. Samtliga kvantitativa mått har uppnåtts.

I schemat nedan framgår de strategiska och operativa beslutsområden som utvärderas.

Figur 5.1 Utvärderingsschema över Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut



Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets beslut avseende upplåning och förvaltning i utländsk valuta har varit förenligt med regeringens riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet. Sedan andelsstyrning började tillämpas i augusti 2008 har Riksgäldskontoret hållit andelen valutaskuld inom styrintervall ± 2 procentenheter i förhållande till målandelen på 15 procent.

Riksgäldskontoret bedöms ha bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta. Upplåningen till Riksbanken bedöms ha genomförts på ett rimligt sätt.

Riksgäldskontoret beslutar om valutaskuldens fördelning med hjälp av en riktmärkesportfölj. Riktmärkesportföljen för 2006–2008 innehöll ett ökat inslag av schweizerfranc jämfört med motsvarande periods riskminimerande portfölj. Strategin innebar att kostnaden för valutaskulden minskade med 0,2 miljarder kronor. Valet av riktmärkesportfölj för 2009–2011 förefaller rimlig.

Bakgrund

Upplåning i utländsk valuta

Under perioden 2005–2009 lånades valuta till ett värde motsvarande 275 miljarder kronor, varav 180 miljarder kronor lånades upp under 2009. Den stora valutaupplåningen 2009 förklaras främst av att Riksgäldskontoret lånade upp motsvarande närmare 100 miljarder kronor för Riksbankens räkning i syfte att förstärka valutareserven. Notera att utlåningen till Riksbanken inte påverkar valutaskuldens andel eller övrig styrning enligt SSK-måttet (faktaruta s. 10). Under perioden 2005–2009 förföll valutaskuld till ett värde av 279 miljarder kronor. Sett över perioden uppgick därmed nettoamorteringen till 4 miljarder kronor.

Tabell 5.1 Volymen för instrument vid upplåning i utländsk valuta (miljarder kronor och i procent)

	2005	2006	2007	2008	2009
Obligationer i utländsk valuta	-43,4	-30,3	-19,9	-27,6	-59,3
Valutaswappar	-18,3	-21,5	-38,4	-22,2	-18,1
Realiserade valutakursvinster	8,0	-6,0	-3,2	7,8	13,9
Övrigt	-0,3	0,1	-0,7		
Summa förfall m.m.	-54,0	-57,6	-62,3	-42,0	-63,5
Publika lån och privata placeringar	25,3	20,4	5,4	0,0	129,9
Valutaswappar	4,5	23,2	10,9	5,0	50,0
Långfristig valutaupplåning	29,9	43,7	16,2	5,0	179,9
Kort nettoupplåning inkl. terminer	3,9	-4,6	3,9	-2,2	0,0
Amortering	20,3	18,5	42,2	39,2	-116,5

Källa: Riksgäldskontoret

Riksgäldskontoret utökade aktiviteten i valutaupplåningen redan i januari 2009. Bakom detta låg en ökad osäkerhet inför ett eventuellt högre lånebehov i kombination med globalt försämrade statsfinanser och förväntningar om ökad konkurrens på den internationella lånemarknaden. Under det första halvåret 2009 togs tre dollarlån upp på obligationsmarknaden för ett sammanlagt värde av 6 miljarder dollar. Vidare emitterades två obligationslån i euro för sammanlagt 7 miljarder euro. Av dessa lån vidareutlånades motsvarande 73 miljarder kronor till Riksbanken; se vidare nedan. I den direkta upplåningen i utländsk valuta har Riksgäldskontoret tidigare främst tagit upp dollarlån. Under våren 2009 visade sig marknaden för euroobligationer vara det bästa sättet att på kort tid låna stora belopp i utländsk valuta.

Under 2009 ökade kron-/swappupplåningen till 50 miljarder kronor vilket kan jämföras med 5 miljarder kronor året innan. Detta är den största volymen som handlats ett enskilt år. Den större volymen kunde lånas på ett tillfredsställande sätt trots att likviditeten i swappmarknaden emellanåt var sämre än under 2008.

Det stora överskottet i statsbudgeten 2008 gjorde att Riksgäldskontoret detta år endast lånade valuta genom kron-/valutaswappar. Kostnaden för de 5 miljarder kronor som lånades 2008 uppgick till 73 räntepunkter under den rörliga bankräntan för euro (Euribor). För de 50 miljarder kronor som lånades via kron-/valutaswappar under 2009 ökade kostnaden till 46 räntepunkter under den rörliga bankräntan för euro. Riksbankens behov av att förstärka valutareserven påverkade både tidpunkten och val av valuta. Att uteslutande låna i dollar skulle kunna ha inneburit en lägre kostnad men bedömdes inte möjligt mot bakgrund av den pressade tidplanen. Stora rörelser på valuta- och räntemarknaderna gjorde det också svårt att uppskatta skillnaderna i upplåningskostnad för respektive marknad.

Tabell 5.2 Upplåningskostnader för obligationer i utländsk valuta och kron/valutaswappar

	2005	2006	2007	2008	2009
Räntepunkter jämfört med USD Libor					
Obligationer, tre månaders rörlig bankränta	-31	-24	-33	-	1
Räntepunkter jämfört med Euribor					
Obligationer, sex månaders rörlig bankränta	-	-	-	-	20
Kron/valutaswappar tre månaders rörlig bankränta	-21	-31	-54	-73	-46

Källa: Riksgäldskontoret

Av lånebehovet i utländsk valuta 2009 täcktes 72 procent dels genom att emittera dollarlån till en kostnad av en räntepunkt över tre månaders USD Libor, dels genom att emittera eurolån på 20 räntepunkter över sexmånaders Euribor. Resterande 28 procent av lånebehovet lånades i kronor som sedan swappades till utländsk valuta motsvarande en kostnad på 46 räntepunkter under Euribor. Swappupplåningen var med andra ord billigare. Swappspreaden hade dock minskat om volymerna ökat. Riksgäldskontoret bedömde att det större lånebehovet i utländsk valuta

inte var möjligt att finansiera via swappar. En sådan strategi hade också varit mer riskfylld än att låna upp direkt i dollar och euro. Skr. 2009/10:104

Faktaruta: Valutaswappupplåning

Det första steget i en valutaswapp (via kron-/swappupplåning som det också kallas) är att Riksgäldskontoret lånar på den svenska obligationsmarknaden. Därefter görs en swapp i vilken Riksgäldskontoret mottar en fast swappränta, som är högre än obligationsräntan, och betalar en rörlig ränta i utländsk valuta. Exponeringen i den långa obligationsräntan elimineras därmed. Denna transaktion utgör en kombinerad ränte- och valutaswapp (basswapp). Inom ramen för swappen växlar Riksgäldskontoret kronbeloppet från obligationsupplåningen till utländsk valuta med sin motpart. Slutresultatet blir att Riksgäldskontoret ger ut ett obligationslån i kronor men får beloppet och betalar rörlig ränta i utländsk valuta.

När swappen förfaller växlar Riksgäldskontoret tillbaka det lånade beloppet till kronor med sin swappmotpart. Enligt avtalet ska växlingen göras till samma kurs som vid den ursprungliga valutaväxlingen. Med kronbeloppet kan Riksgäldskontoret betala obligationsförfallet. För att kunna växla tillbaka beloppet till kronor måste Riksgäldskontoret köpa den utländska valutan. Detta skapar en valutaexponering eftersom den framtida växelkursen är okänd då swappen görs. Valutaswappupplåningen ger således samma valutaexponering som när Riksgäldskontoret emitterar en obligation direkt i utländsk valuta.

Vidareutlåningen till Riksbanken

Riksbanken beslutade den 26 maj att begära att få låna motsvarande 100 miljarder kronor i utländsk valuta från Riksgäldskontoret för att stärka valutareserven. Bakgrunden var att Riksbanken hade lånat ut stora belopp till affärsbankerna i utländsk valuta under våren, eftersom osäkerheten i det finansiella systemet under den perioden gjorde det svårt för bankerna att få tag i den finansiering i utländsk valuta som de behövde. Riksgäldskontoret beslutade samma dag att tillmötesgå Riksbankens önskemål att återställa valutareserven. Det skedde med stöd av ett bemyndigande som styrelsen tidigare gett riksgäldsdirktören.

Hantering av upplåningen för Riksbankens räkning ska ses mot bakgrund av de rådande förutsättningarna. Osäkerheten om statens upplåningsbehov var av förklarliga skäl stor i början av 2009. Det stod dock klart att upplåningsbehovet skulle öka kraftigt jämfört med 2008. Det hade också från Riksbanken kommit information om att det skulle kunna komma en begäran om upplåning för att förstärka valutareserven.

Riksgäldskontoret gjorde därför bedömningen att det var rimligt att redan i början av året ta upp relativt stora obligationslån i utländsk valuta för att minska risken att tvingas ta upp stora lån under en kort period i ett oförmånligt marknadsläge. Följaktligen tog Riksgäldskontoret upp ett lån på 2 miljarder dollar i februari och ett lån på 4 miljarder euro i april. De lån som togs upp under våren var inte större än att de skulle komma att behövas i ett litet längre perspektiv även om ingen utlåning till Riksbanken kom till stånd.

Riksbankens begäran om lån i utländsk valuta syftade till att stärka den finansiella stabiliteten. En viktig aspekt av vidareutlåningen till Riksbanken var att upplåningen inte i onödan skulle bidra till ytterligare spekulationer som kunde förvärra oron eller skicka signaler om att den statsfinansiella situationen var värre än den verkliga var. Det var därför viktigt att inte pressa igenom en omfattande upplåning på ett sätt som riskerade att i sig skapa oro eller pressa upp statens långsiktiga upplåningskostnader.

Riksgäldskontoret gjorde bedömningen att det var rimligt att låna ut 65 miljarder kronor till Riksbanken under en period på tre veckor. Vidareutlåningen finansierades delvis genom att använda delar av de dollar- och eurolån som getts ut tidigare under året. Riksbanken fick således låna motsvarande 25 miljarder kronor på detta sätt. Ett nytt dollarlån på 2 miljarder dollar, motsvarande ca 15 miljarder kronor, gavs ut i juni. Resterande belopp, ca 25 miljarder kronor finansierades med Commercial paper.

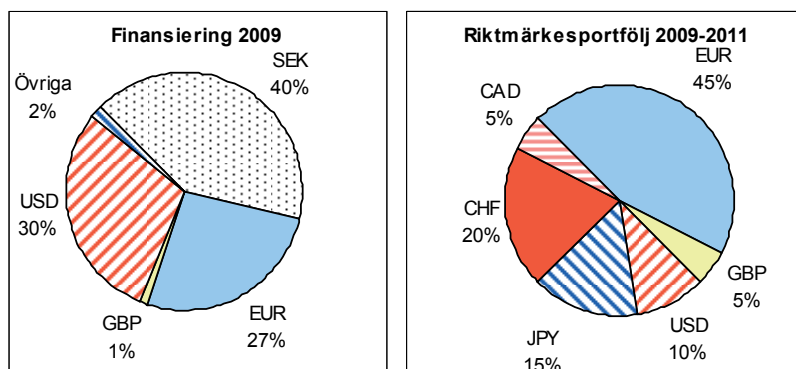
Genom att sprida ut finansiering både på redan upptagna lån, ett nytt publikt obligationslån och korta Commercial paper ansträngdes inte marknaden på ett sätt som annars kunde ha skadat statens långsiktiga upplåningskostnader.

Efter sommaren finansierades ytterligare 35 miljarder kronor för vidareupplåning genom att ge ut två ytterligare lån i dollar respektive euro. Det senare lånet ersatte en del av den tidigare upplåningen med Commercial paper.

Valutafördelning i valutariktmärket

Riksgäldskontorets styrelse beslutar om valutaskuldens fördelning (riktmärkesportföljen). Finansieringen skiljer sig dock från denna riktmärkesportfölj eftersom Riksgäldskontoret har möjlighet att låna billigare i andra valutor, främst svenska kronor, amerikanska dollar och euro. För att valutaskulden ska få den exponering som fastställts i riktmärkesportföljen används derivat. I diagram 5.1 framgår hur finansieringen av valutaskulden förhåller sig till riktmärkesportföljen.

Diagram 5.1 Finansiering av valutaskulden och riktmärkesportföljen

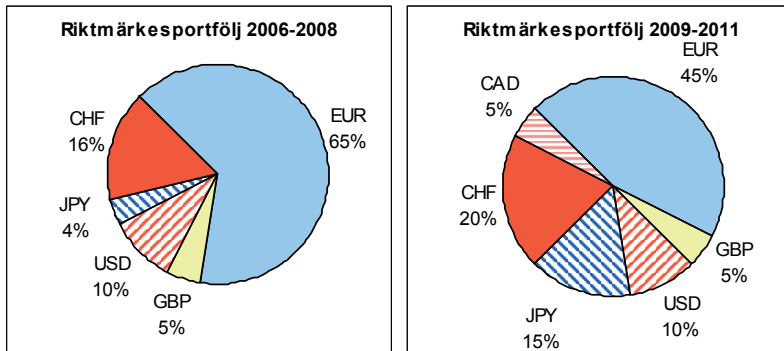


Källa: Riksgäldskontoret

Då andelen valutaskuld fram till sommaren 2008 varit större än den önskade målandelen har fördelningen historiskt framför allt gjorts för att begränsa risken. Sedan andelen valutaskuld nått den målsatta andelen på 15 procent har fokus ökat på den förväntade kostnaden medan fokus på risk gradvis tonats ned.

Riktmärkesportföljen fastställs för tre år i taget. I riktmärkesportföljen för 2009–2011 har euroandelen minskat med 20 procentenheter jämfört med riktmärkesportföljen för 2006–2008. I stället har andelen schweizerfranc och japanska yen ökat med 4 respektive 11 procentenheter. Kanadadollar som tidigare inte ingått i riktmärkesportföljen har fått en andel på 5 procent. Den nya sammansättningen innebar för 2009 en något högre kostnad i förhållande till det tidigare riktmärket. Kanadadollars förstärkning var huvudskalet till kostnadsökningen, i motsatt riktning verkade den svagare växelkursutvecklingen för yen.

Diagram 5.2 Valutaskuldens fördelning – riktmärkesportföljer



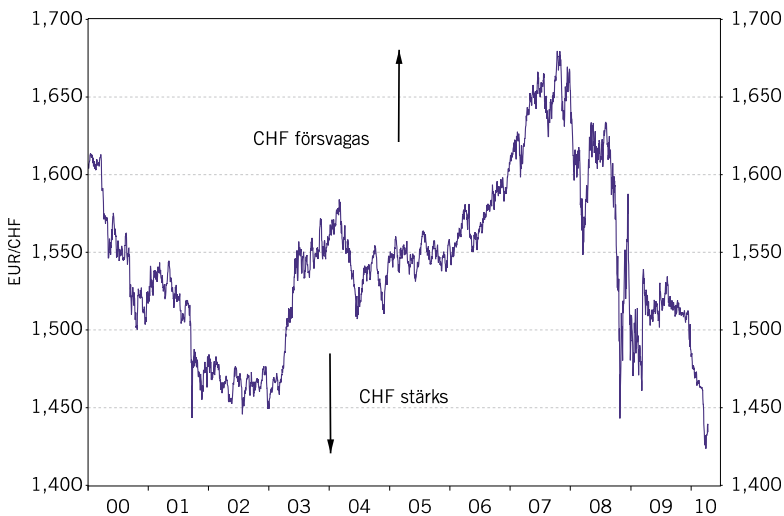
Källa: Riksgäldskontoret

I riktmärkesportföljen för 2006–2008 var andelen schweizerfranc 7 procentenheter större och andelen euro 7 procentenheter mindre i förhållande till den riskminimerade portföljen.⁹ Under 2006 och 2007 försvagades schweizerfrancen gentemot euron för att under 2009 stärkas. Den ofördelaktiga växelkursutvecklingen uppvägdes av en lägre räntekostnad i Schweiz gentemot euromarknaden. Sett över hela perioden 2006–2008 blev valutaskuldens kostnad 0,2 miljarder kronor lägre jämfört med den riskminimerande portföljen för perioden. Riktmärkesportföljen för 2009–2011 kommer att utvärderas i skrivelsen till riksdagen våren 2012.

⁹ Den riskminimerande portföljen tas fram med så kallad mean variance-optimering på historisk data. Under 2006–2008 bestod den riskminimerade portföljen av 72% EUR, 9% CHF, 10%USD, 5% GBP och 4% JPY.

Diagram 5.3 Växelkursutveckling schweizerfranc mot euro (EUR/CHF)

Skr. 2009/10:104



Källa: Ecowin

Operativ hantering av valutaväxling

Sedan 2003 har Riksgäldskontoret möjlighet att växla mellan kronor och utländsk valuta direkt på marknaden. Dessförinnan skötte Riksbanken de statsskultsrelaterade valutaväxlingar som uppstår till följd av räntebetalningar och lån i utländsk valuta. Växling av flöden i utländsk valuta utgör en del av Riksgäldskontorets löpande likviditetsförvaltning. Växlingarna fördelas jämnt över tiden så att risken för att växelkursen är oförmånlig vid betalningstillfället minimeras. Riksgäldskontorets styrelse fastställer en relativt jämn växlingsfördelning över året som uppfattas som resultatmässigt neutral på så sätt att ett nollresultat uppnås om banan följs. För att inte skapa onödiga transaktionskostnader krävs därutöver en viss flexibilitet i växlingarna. Riksgäldskontorets styrelse har därför fastställt ett avvikelsemandat på ± 500 miljoner kronor per månad inom vilket transaktioner betecknas som resultatneutrala, vilket innebär att kontoret inte tar några aktiva positioner i växlingarna.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontoret ska styra valutaskuldens andel inom ett intervall på ± 2 procentenheter i förhållande till målandelen på 15 procent. Andelsstyrningen gäller från den 28 augusti 2008. Det underlag regeringen erhållit visar att valutaskulden hållits inom intervallet.

Förhållandena på de internationella lånemarknaderna 2008 och 2009 präglades av finanskrisen och osäkerhet kring upplåningen. Svenska statens upplåningsbehov svängde dessutom kraftig under perioden. Den långfristiga valutaupplåningen steg från 5 miljarder kronor 2008 till 180 miljarder kronor 2009. Regeringen noterar att Riksgäldskontoret sökt utnyttja swappmarknaden i möjligaste mån (50 miljarder kronor) till en rimligt negativ räntespread mot Euribor. I direkt valutaupplåning valde Riksgäldskontoret för första gången på mer än tio år att finansiera sig på euromarknaden. Även om räntespreaden mot euribor var mindre fördelaktigt bedöms upplåningen som motiverad. Swappmarknaden var i

hög grad redan utnyttjad och dollarmarknaden föreföll mindre djup än euromarknaden under den relativt korta period då finansieringsbehovet i utländsk valuta steg kraftig. Euroupplåningen innebär också att Riksgäldskontorets investerarbas breddas vilket är positivt på lång sikt. I detta perspektiv bedömer regeringen att Riksgäldskontoret bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta.

Regeringen bedömer också att Riksgäldskontoret sammantaget hanterat upplåningen för vidareutlåning till Riksbanken på ett rimligt sätt. Valet att sprida ut upplåningen i tid bör ha minskat risken för att upplåningen i onödan skulle ha bidragit till spekulation om att den statsfinansiella situationen var värre än den var. Valet att sprida finansieringen på flera upplåningsformer bör också ha medfört att marknaden inte ansträngdes mer än nödvändigt.

Regeringen bedömer att Riksgäldskontorets val av riktmärkesportfölj för 2006–2008, med ett ökat inslag av schweizerfranc, var rimligt. I förhållande till en riskminimerande portfölj innebar strategin att kostnaden för valutaskulden minskade med 0,2 miljarder kronor. Valet av riktmärkesportfölj för 2009–2011 förefaller också rimligt då portföljen diversifierats ytterligare. Regeringen noterar att även utredaren ser positivt på Riksgäldskontorets val av ny riktmärkesportfölj, främst av två skäl. Dels var räntan på den nya portföljen lägre än den tidigare under hela 2000-talet, dels synes vikten för euron i den tidigare portföljen varit väl hög om man vill uppnå en diversifieringseffekt. En större andel euro begränsar diversifieringseffekten på grund av de starka kopplingar som finns mellan Sverige och euroområdet. ECB är sannolikt en av de centralbanker som agerar mest likt Riksbanken (*bilagan s. 14 och 15*).

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

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets reala upplåning i svenska kronor har varit förenlig med regeringens riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet.

Riksgäldskontoret sänkte emissionsvolymerna av realobligationer och genomförde byten under 2008 och 2009 för att styra andelen realskuld mot den långsiktiga målandelen 25 procent. Detta bidrog till att andelen realskuld kunde bringas ned i linje med det långsiktiga målet. Regeringen bedömer Riksgäldskontorets åtgärder som rimliga mot bakgrund av svårigheterna att med precision styra realskuldens andel av den totala statsskulden.

Det kvantitativa målet, att den reala upplåningen ska vara billigare än motsvarande nominell upplåning, har uppnåtts. Under 2008 förföll ett reallån till ett realiserat resultat om 2,9 miljarder kronor.

Bakgrund

Upplåning i realskuld svenska kronor

Under perioden 2005–2009 emitterades realobligationer till ett värde motsvarande 29 miljarder kronor. Vid 2009 års slut uppgick den utestående stocken realobligationer till 200 miljarder kronor.

Emissionsvolymerna har under perioden anpassats för att andelen realskuld ska närma sig 25 procent. Mot bakgrund av att statsskulden förväntades falla under 2008 beslutade Riksgäldskontoret i slutet av 2007 att sänka upplåningen i realobligationer från en årstakt på 5 miljarder kronor till 3 miljarder kronor. För att ytterligare minska andelen realskuld valde Riksgäldskontoret att från och med 2008 erbjuda kursriskneutrala byten från kortare till längre lån. Bytena innebär att Riksgäldskontoret köper tillbaka mer än det säljer. Under 2008 och 2009 genomfördes sammanlagt fyra sådana byten, vilket minskade stocken realobligationer med 8,9 miljarder kronor. Vid utgången av 2009 hade andelen realskuld minskat till 24,6 procent.

Som framgår av tabell 5.3 har realobligationsstocken minskat med 17 miljarder kronor sedan slutet av 2006. De minskade emissionsvolymerna har anpassats för att styra den reala skuldens andel mot det långsiktiga målet.

	2005	2006	2007	2008	2009
Reala lån i miljarder kronor	208	217	217	207	200
Emissionsvolym ¹	13,0	3,8	-6,8	-1,4	-1,8
Såld volym ²	12,1	6,7	5,0	2,6	3,0
Teckningskvot ³	3,8	4,0	5,2	3,2	5,0
Snittränta ⁴	1,6	1,6	1,9	1,8	1,5
Break even-Inflation, (BEI) ⁵	1,8	1,9	2,2	2,1	1,7

Källa: Riksgäldskontoret

¹ Totalt emitterad volym i auktionsverksamheten under året, netto efter rena auktioner, byten och uppköp.

² Totalt såld volym i auktionsverksamheten exklusive byten och uppköp.

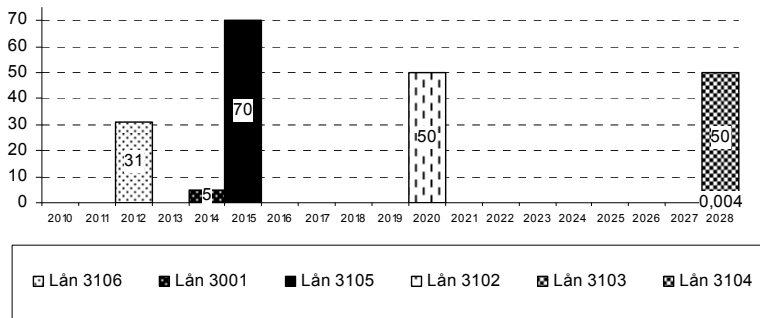
³ Inkommen budvolym i förhållande till utbudjen emissionsvolym, rena auktioner.

⁴ Viktad genomsnittsränta över året i de rena auktionerna.

⁵ Genomsnittlig break even-inflation i de rena auktionerna.

I diagram 5.4 visas de fem utestående reallånen vid 2009 års slut. Det kortaste lånet löper till förfall 2012 och det längsta 2028. Staplarna inkluderar inflationskompensationen varför summan är större än de 200 miljarder kronor som själva lånestocken uppgick till vid 2009 års slut.

Diagram 5. 4 Utestående realräntelån inklusive inflationskompensation (miljarder kronor och förfalloår i respektive lån)



Faktaruta: Historik realobligationer

Realobligationsupplåningen introducerades 1994 i syfte att bidra till ytterligare diversifiering av statsskuldportföljen. Emissionerna var till en början små men växte sedan kraftigt. År 1996 emitterades nästan 60 miljarder kronor i realobligationer. De följande åren infann sig en viss måttnad, vilket tillsammans med förhållandevis låga och stabila inflationsförväntningar bidrog till en reducerad efterfrågan på realobligationer. Realobligationer framstod då som en relativt dyr låneform och emissionsvolymerna minskades betydligt. Under 2002 förbättrades emissionsvillkoren och den sålda volymen realobligationer steg. Samma år ökade stocken realobligationer med 32 miljarder kronor ytterligare i samband med att Kärnavfallsfondens och Premiépensionsmyndighetens kontofordringar hos Riksgäldskontoret gjordes om till realobligationer

Avvikelseintervall kring andelsriktvärdet för real skuld i kronor

Avvikelseintervallet kring riktvärdet för andelen real kronoskuld tillämpades under 2007 och 2008 men togs bort 2009 då målet formulerades om så att andelen långsiktigt ska styras mot 25 procent av skulden. Beslutet att ändra styrningen mot en långsiktig syn grundade sig på den osäkerhet som alltid gäller för lånebehovet på längre sikt och svårigheterna för Riksgäldskontoret att till rimliga kostnader styra realskuldens storlek.

När avvikelseintervallet infördes motiverades det av minskade transaktionskostnader och som ett stöd för den löpande verksamheten, eftersom det är kostsamt och tekniskt svårt att hålla skuldandelen exakt på riktmärket. Under 2007 och 2008 då avvikelseintervallet tillämpades beslutade Riksgäldskontorets styrelse att det skulle vara ± 2 procentenheter i förhållande till målandelen 25 procent. Vid 2007 års slut uppgick andelen realskuld till 26,4 procent och vid 2008 års slut till 28,2 procent. Andelen realskuld vid slutet av 2008 översteg därmed det fastställda intervallet. I samband med att målet formulerades om i riktlinjerna 2009 avskaffades styrintervallet kring andelen realskuld. Avskaffandet hängde ihop med att andelen realskulden från detta år ska styras långsiktigt. Riksgäldskontoret har sänkt emissionsvolymerna och genomfört byten för att styra andelen realskuld mot den långsiktiga målandelen. Vid slutet av 2009 uppgick realskuldens andel till 24,6 procent. Den minskade andelen jämfört med föregående årsskifte förklaras också av att statsskulden som helhet ökade 2009.

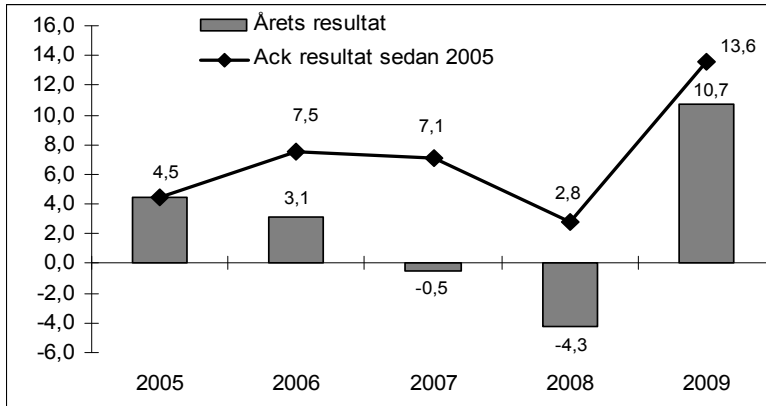
Kalkylmässigt resultat realobligationer

Det ackumulerade kalkylmässiga resultatet under 2005–2009 uppgår till 13,6 miljarder kronor. Motsvarande siffra sedan 1994 då realobligationerna introducerades till slutet av 2009 är 28,0 miljarder kronor. Under 2008 var det kalkylmässiga resultatet -4,3 miljarder kronor och för 2009 10,7 miljarder kronor.

Resultatet beräknas som skillnaden i kostnad mellan upplåning i nominella och reala obligationer. När utfallet för inflationen blir lägre än förväntat ökar det kalkylmässiga resultatet och vice versa. Det negativa resultatet 2008 var en följd av att den faktiska inflationen steg kraftigt och låg över den genomsnittliga break even-nivån i skulden. År 2009 vände inflationen ner igen vilket gjorde att det kalkylmässiga resultatet steg.

Vad det faktiska resultatet slutligen blir beror därmed på den framtida inflationsutvecklingen fram till dess att reallånen förfaller till betalning. Det ackumulerade resultatet kan både förbättras och försämrats beroende på den framtida inflationsutvecklingen. Måttet bör också uppfattas som indikativt genom att syftet med att inkludera realobligationer inte primärt är att sänka kostnaderna utan att sprida risken. Det senare syftet kan uppnås även om realskulden under någon period skulle visa sig mer kostsam än motsvarande nominell upplåning.

Diagram 5.5 Resultat för upplåning i realobligationer per år och ackumulerat för 2005–2009 (miljarder kronor)

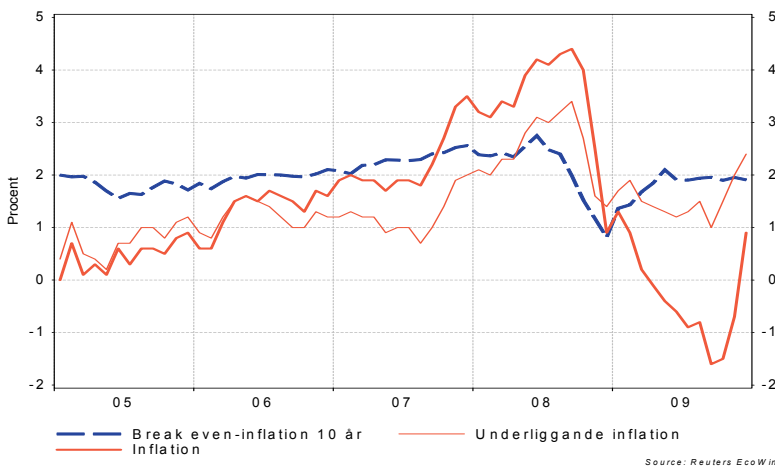


Källa: Riksgäldskontoret

Som framgår av diagram 5.6 föll break even-inflationen kraftigt under 2008, från 2,5 procent under våren till runt 1 procent för de längsta obligationerna. Den sjuåriga realobligationen hade en break even-nivå ner mot en halv procent. Förklaringen till de historiskt låga nivåerna speglar de förväntningar som rådde kring konjunkturfall och fallande inflation inför det kommande året.

Under 2008 var inflationen mätt som utvecklingen av KPI, 4,0 procent. Under senare delen av 2008 vände inflationen ner och blev -1,5 procent under 2009. Under 2009 blev break even-inflationen i auktionerna 1,7 procent.

Diagram 5.6 Break even-inflation och inflationsutfall



Realiserade resultat för reallån

I december 2008 förföll reallån 3101 till ett realiserat överskott på 2,9 miljarder kronor. Tillsammans med de reallån som förföll 2001 och 2004 har sammantaget 4,6 miljarder kronor realiserats jämfört med att emittera nominella obligationer. Utfallen förklaras av en lägre genomsnittlig inflation än förväntat under obligationernas löptid. Till det realiserade resultatet tillkommer de kalkylmässiga enligt ovan.

Faktaruta: Kalkylmässigt resultat för realobligationer

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

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

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontoret ska styra andelen real kronskuld mot målandelen 25 procent. Under 2007 och 2008 tillämpades ett avvikelseintervall som Riksgäldskontoret hade i uppgift att fastställa. Riksgäldskontoret fastställde detta avvikelseintervall till ± 2 procentenheter. Vid 2007 års slut uppgick andelen real kronskuld till 26,4 procent för att vid 2008 års slut uppgå till 28,2 procent, väl utanför det av Riksgäldskontoret beslutade avvikelseintervallet. Hösten 2008 konstaterade regeringen att det är svårt att kostnadseffektivt styra den reala kronskuldens andel i situationer när statsskulden ändras kraftigt. Av detta skäl ändrade regeringen riktlinjerna för 2009 så att målandelen ska uppnås långsiktigt i stället för varje enskilt år.

I syfte att styra andelen realskuld ned mot målvärdet valde Riksgäldskontoret att minska emissionsvolymerna av realobligationer och genomföra byten. Under 2008 och 2009 genomfördes byten för sammanlagt 8,9 miljarder kronor. Vid slutet av 2009 uppgick realskuldens andel till 24,6 procent. Den minskade andelen jämfört med föregående årsskifte förklaras förutom av Riksgäldskontorets åtgärder även av att statsskulden som helhet ökade 2009. Regeringen bedömer Riksgäldskontoret åtgärder som rimliga mot bakgrund av svårigheterna att med precision styra realskuldens andel av den totala statsskulden.

Under 2009 sjönk break even-inflationen till extraordinärt låga nivåer. Mot den bakgrunden bedömer regeringen även det kostnadsmässigt ändamålsenligt att endast små volymer reala lån emitterades detta år.

Även om det främst är riskdiversifieringsskäl som ligger bakom uppbyggnaden av en real skuldstock i statens skuldportfölj så är även det kostnadsmissiga resultatet av den reala upplåning intressant. Under utvärderingsperioden uppgick det kalkylmässiga resultatet till 13,6 miljarder kronor. År 2008 gick även ett reallån till förfall med ett realiserat resultat på 2,9 miljarder kronor. Det kvantitativa målet att den reala upplåningen ska vara billigare än motsvarande nominell upplåning har därmed uppnåtts under perioden.

5.3 Nominell kronskuld

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets upplåning i nominella svenska kronor har varit förenlig med regeringens riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet. Emissionerna av statspapper har trots tvära kast i låne- och emissionsbehov fungerat tillfredsställande.

Emissionen av den 30-åriga obligationen är för tidig att utvärdera men villkoren förefaller attraktiva ur både kostnads- och riskperspektiv.

Bakgrund

Upplåning i nominell skuld svenska kronor

Upplåningen i svenska kronor sker främst i nominella statsobligationer och statsskuldväxlar. Utvärderingen av den nominella skuldens förvaltning görs framför allt i kvalitativa termer utifrån den marknads- och skuldvard som bedrivits i syfte att uppnå lägsta möjliga räntekostnad. Omsorg om marknaden spelar en väsentlig roll för Riksgäldskontorets upplåningsbeslut på den inhemska marknaden. Riksgäldskontorets relativa styrka som låntagare ligger på längre löptider. Obligationsupplåningen sker huvudsakligen i två-, fem-, och tioåriga löptider. Dessa benchmarklån ges ut i stora volymer så att en god likviditet kan upprätthållas.

I styrningen av statsskuldens sammansättning utgör den nominella kronskulden en residual. Andelen nominell skuld i kronor är 60 procent som en följd av att målandelen för valutaskuld är 15 procent och målandelen för real kronskuld är 25 procent.

Finansieringen i *nominella statsobligationer* ökade till 110 miljarder kronor 2009 jämfört med 47 miljarder kronor 2008. Ökningen var en följd av stora förfall i nominella obligationer och av att lånebehovet steg.

Nominella obligationerna emitteras i auktioner varannan vecka. I början av 2008 emitterades 1,5 miljarder kronor vid varje emissionsstillfälle. I mars höjdes volymen till 2,5 miljarder kronor för att i augusti samma år sänkas till 2 miljarder kronor som följd av variationer i lånebehovet. Finansskrisen och den påbörjade konjunkturavmattningen hösten 2008 bedömdes försvaga statsfinanserna varför emissionsvolymerna höjdes till 3,5 miljarder kronor från och med november 2008. Emissionsvolymerna låg därefter oförändrade till augusti 2009 då de sänktes till 3 miljarder kronor per tillfälle. Denna volym behölls resten av året.

I mars 2009 introducerades en ny 30 årig statsobligation med förfall i mars 2039 (lån 1053). Volymen uppgick till 38 miljarder kronor och räntan blev 3,75 procent. Som nämnts tidigare var skälet att introducera en ny lång obligation att utnyttja den stora efterfrågan på långa löptider. Den nya långa obligationen minskade också refinansieringsrisken och upplåningen spreds på ytterligare en löptid. Då det ökade lånebehovet till stor del täcktes via 30-åringen kunde höjda volymer för den övriga obligationsupplåningen undvikas.

Finansieringen i *statsskuldväxlar* ökade från -110 miljarder kronor 2007 till -32 miljarder kronor 2008, dvs. med 78 miljarder kronor. Volymerna redovisas netto av emissioner (exklusive byten) och förfall under kalenderåret. Under 2007 var lånebehovet lågt varför Riksgäldskontoret drog ner på växelupplåningen för att prioritera likviditeten i statsobligationer. Ett annat skäl till de ökade volymerna var de extraväxlar motsvarande 52 miljarder kronor som var utestående vid utgången av 2008. Under 2009 ökade finansieringen i statsskuldväxlar ytterligare 8 miljarder kronor till -24 miljarder kronor till följd av att lånebehovet ökade.

Sedan 2008 tillämpar Riksgäldskontoret en ny policy för växelupplåning som innebär fyra utestående löptider upp till högst sex månader. Tidigare fanns sex löptider upp till tolv månader. Under 2008 var samtliga auktioner fulltecknade men 2009 blev två av 36 auktioner inte fulltecknade. Auktionerna skars då ned till mindre volymer, vilket innebar att 6,5 miljarder kronor eller 2,1 procent av de utbudna statsskuldväxlarna inte såldes. Detta medförde dock inget problem med finansieringen, eftersom växelupplåningen på kort sikt ersätts av upplåning inom likviditetsförvaltningen och sedan successivt med kompenserande höjningar av följande växelauktioner.

Sett över de två senaste åren har växelupplåningen varit särskilt ojämnt fördelad. I december båda åren var emellertid lånebehovet mycket stort varför växelupplåningen kompletterades med upplåning i commercial paper. Lånen terminssäkrades mot kronor så att de i praktiken blev en ersättning för växelupplåningen. Under 2008 var den genomsnittliga emissionsräntan i växelauktionerna 3,58 procent vilket var marginellt lägre än året innan. Under 2009 däremot sjönk emissionsräntan i statsskuldväxlar mycket kraftigt, och var i genomsnitt 0,43 procent. Teckningskvoten minskade något under 2008 och 2009. Efterfrågan på nominella statspapper är dock alltjämt hög och stabil.

Tabell 5.4 Medelvärde för teckningskvot och genomsnittlig emissionsränta

	2005	2006	2007	2008	2009
Nominella obligationer					
Teckningskvot ¹	3,69	3,87	3,28	2,54	2,35
Snittränta ²	3,04	3,60	4,07	3,82	2,86
Statsskuldväxlar					
Teckningskvot ¹	2,51	2,04	2,50	2,35	2,32
Snittränta ²	1,80	2,52	3,60	3,58	0,43

Källa: Riksgäldskontoret

¹Inkommen budvolym i förhållande till utbuden emissionsvolym.

²Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår ej.

Under 2008 swappades 31 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort svensk räntexponering och 5 miljarder kronor till kort räntexponering i utländsk valuta. Under år 2009 swappades endast 5 miljarder kronor till kort svensk räntexponering medan 50 miljarder kronor swappades till kort räntexponering i utländsk valuta.

Skr. 2009/10:104

Faktaruta: Riksgäldskontorets swaptransaktioner

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

Likviditeten i swapmarknaden var förhållandevis god under både 2008 och 2009. Trots ökad riskaversion och tillfälligtvis minskad likviditet i räntemarknaden har Riksgäldskontoret kunnat handla swappar med bra villkor. Den genomsnittliga löptiden i swapparna var densamma som i obligationsupplåningen under såväl 2008 som 2009. Swapparna gjordes relativt jämnt fördelat över åren. Under 2008 swappades 31 miljarder kronor med en swappsread på 72 baspunkter och under 2009 swappades 5 miljarder kronor med en swappsread på 25 baspunkter. Handeln av swappar under 2009 skedde främst i slutet av året.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets emissioner av statsskuldväxlar och obligationer i nominella kronor bedöms ha varit förenliga med regeringens riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet. Trots de tvära kasten i lånebehovet och emissionsplanerna förefaller upplåningen ha fungerat på ett tillfredsställande sätt. Det visar även den undersökning som på Riksgäldskontorets uppdrag görs av undersökningsbolaget Prospera varje år (se även avsnitt 5.6).

Det är för tidigt att utvärdera emissionen av den 30-åriga statsobligationen, men villkoren förefaller attraktiva ur både kostnads- och riskperspektiv. Emissionen bidrog också till att Riksgäldskontoret kunde undvika att höjda volymerna för den övriga obligationsupplåningen. Utredaren bedömer också att Riksgäldskontoret lyckades genomföra upplåningen på ett sätt som resulterade i en attraktiv lånekostnad (*se bilagan s. 11*).

Regeringens bedömning: De beslutade avvikelseintervallen kring räntebindningstiden i respektive skuldslag bedöms som rimliga. Riksgäldskontoret har hållit löptiden inom intervallen.

Bakgrund

Löptidsriktvärden och avvikelse för de enskilda skuldslagen

Nuvarande strategi för löptiden i de olika skuldslagen tillämpas sedan 2007. Genom att låta den nominella skulden ha en längre löptid än valutaskulden kan en mer likvid marknad för svenska nominella obligationer med lång löptid upprätthållas. Realobligationer är till sin natur ett långt instrument varför löptiden i den reala kronskulden är längre. Valutaskuldens korta löptid motiveras av att valutaskuldens diversifiering reducerar risken med en kortare löptid. Tillgången på en bred och djup derivatmarknad gör det också praktiskt möjligt att uppnå en kort löptid i detta skuldslag.

Under 2007 och 2008 hade Riksgäldskontoret i uppgift att fastställa löptidsriktvärden i de enskilda skuldslagen utifrån det samlade löptidsriktvärdet för hela statsskulden som regeringen beslutade. Från och med 2009 fastställer regeringen löptidsriktvärdena i de enskilda skuldslagen. Riksgäldskontoret har dock fortfarande i uppgift att fastställa operativa avvikelseintervall runt respektive skuldslags riktvärde. Syftet med avvikelseintervall runt riktmärkena för räntebindningstiden är att minska transaktionskostnaderna och stödja den löpande verksamheten, eftersom det är kostsamt och svårt att hålla skulden exakt på riktmärket.

Avvikelseintervallet för räntebindningstiden i den nominella skulden var $\pm 0,3$ år fram tills riktvärdet upphävdes den 12 mars 2009 (se avsnitt 4.1 underrubrik *Löptid*). För den reala kronskulden beslutades motsvarande avvikelseintervall till $\pm 0,5$ år och för valutaskulden till $\pm 0,125$. Vid 2009 års slut var den genomsnittliga räntebindningstiden 10,13 år för realskulden och 0,14 år för valutaskulden, vilket var inom beslutade avvikelseintervall under 2009. I tabell 5.5 framgår de riktvärden som Riksgäldskontoret har styrt räntebindningstiden efter.

Tabell 5.5 Riktvärden räntebindningstid (GRT) per skuldslag

Skr. 2009/10:104

År	SEK nom	SEK real	Valuta	Totalt
2007	3,5*	10,7*	0,125*	4,7
2008	3,5*	10,6*	0,125*	4,8
2009	(3,5 ¹⁰)	10,1	0,125	

Källa: Riksgäldskontoret

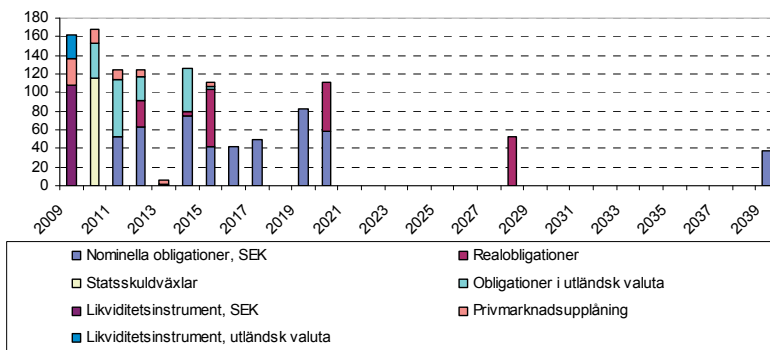
* Av Riksgäldskontoret fastställda riktvärden.

Anm: Skulden i utländsk valuta, inklusive swappar och terminskontrakt i utländsk valuta, är omvärderad till valutakurser vid respektive års slut.

Statsskuldens förfalloprofil

Förfalloprofilen styrs inte specifikt i riktlinjerna och utvärderas därmed inte. Redovisningen är ändå av intresse då förfalloprofilen ger en illustrativ bild över de utestående lånen. I diagram 5.7 framgår förfalloprofilen för den samlade statsskulden som den såg ut vid 2009 års slut. Notera dock att detta är en ögonblicksbild. Den skuld som förfaller respektive år är betydligt större, eftersom såväl likviditetsinstrument som statsskuldväxlar omsätts och emitteras löpande.

Diagram 5.7 Förfalloprofil för den samlade statsskulden vid slutet av 2009 (miljarder kronor)



Källa: Riksgäldskontoret

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen bedömer att de avvikelsetidintervall som lagts fast runt löptiden för respektive skuldslag som rimliga. Riksgäldskontoret har hållit löptiden inom intervallen. Regeringen upphävde löptidsriktmärket för den nominella kronskulden den 12 mars 2009.

¹⁰ Löptidsriktmärket för den nominella kronskulden upphävdes den 12 mars 2009. Ett nytt löptidsriktvärdet fastställdes i riktlinjerna för 2010. Det nya löptidsriktvärdet för den nominella kronskulden under 2010 innebär att instrument med löptid upp till 12 år ska ha en räntebindningstid på 3,2 år och att instrument med löptid längre än 12 år ska begränsas av en maxvolym på 60 miljarder kronor.

Regeringens bedömning: Av mandatet på 600 miljoner kronor (mätt i termer av riskmättet daglig Value-at-Risk) har Riksgäldskontoret allokerat 220 miljoner kronor till den aktiva förvaltningen. Regeringen finner ingen anledning att kritisera delegeringsbeslutet.

Regeringen bedömer att Riksgäldskontoret under utvärderingsperioden har lyckats utnyttja det strategiska mandatet för att minska kostnaden för statsskuldens förvaltning. I mars 2009 realiserades vinst på 2,5 miljarder kronor avseende en strategisk dollarposition beslutad vid halvårsskiftet 2008 då dollarn bedömdes svag mot euron. Den kronposition som togs under 2009, då den svenska kronan bedömdes som kraftigt undervärderad, uppvisade en realiserade vinst på 1,7 miljarder kronor i slutet av 2009. Sedan dess har den svenska kronan kraftigt förstärkts vilket förbättrar kalkylen ytterligare. Regeringens bedömning delas av den externa utredaren som pekar på att utvecklingen hitintills tyder på att regeringen och Riksgäldskontoret gjort en riktig analys.

Resultatet i den aktiva förvaltningen i utländsk valuta uppgick under perioden 2005–2009 till 0,7 miljarder kronor. Den aktiva förvaltningen har under perioden uppfyllt målet att verksamheten ska ge ett överskott. Riksgäldskontorets resultat har uppnåtts med rimligt låg risknivå.

Bakgrund

Utformning och delegering av positionsmandatet

Riksgäldskontoret har möjlighet att bedriva aktiv förvaltning i utländsk valuta. Regeringen har satt gränsen för Riksgäldskontorets positionstagande till 600 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk (VaR) vid 95 procents sannolikhet. Mandatet omfattar såväl styrelsens strategiska positioner som den operativa förvaltningens positioner. Av riskmandatet har Riksgäldskontorets styrelse delegerat 220 miljoner kronor (daglig VaR vid 95 procents risknivå) till den aktiva förvaltningen i utländsk valuta på operativ nivå.

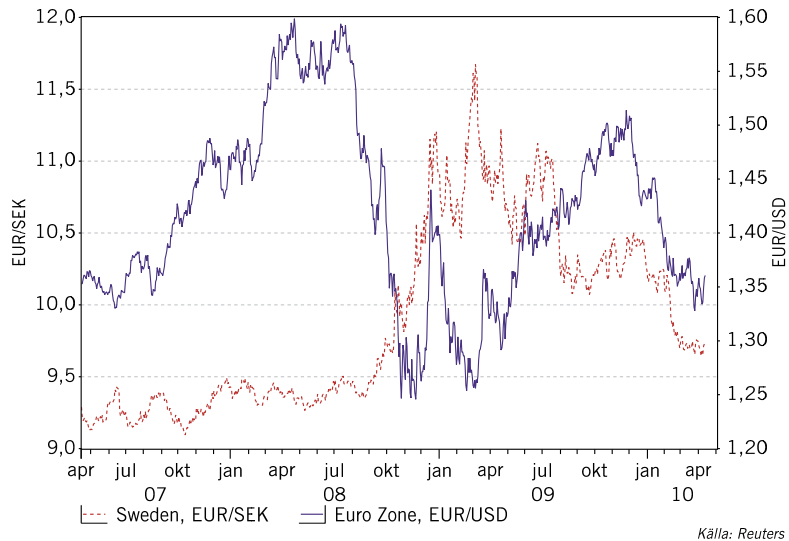
Regeringen konstaterar att delegerat riskmandat som tidigare varit 220 miljoner kronor i termer av VaR (se ovan) och att mandatet i övrigt är oförändrat vad gäller limiter för kontorets ränte- och valutapositioner på de internationella ränte- och valutamarknaderna. Regeringen har inget att anföra mot styrelsens delegering och övriga styrning av den aktiva förvaltningen i utländsk valuta av riskmandat.

Strategiska positioner

Turbulensen på de finansiella marknaderna har under 2008 och 2009 skapat marknadslägen för strategiska positioner. Runt halvårsskiftet 2008 beslutade Riksgäldskontoret om en strategisk dollarposition utifrån bedömningen att dollarn var undervärderad i förhållande till euron. Positionen, som uppgick till 1,6 miljarder dollar, togs till en genomsnittlig kurs på knappt 1,58 dollar per euro. Efter en kraftig förstärkning av dollarn stängdes positionen under första kvartalet 2009 till en genomsnittlig kurs på kring 1,26 dollar per euro. Positionen resulterade i en vinst på 2,5 miljarder kronor.

Diagram 5.8: Euron mot svensk kronan och dollarn

Skr. 2009/10:104



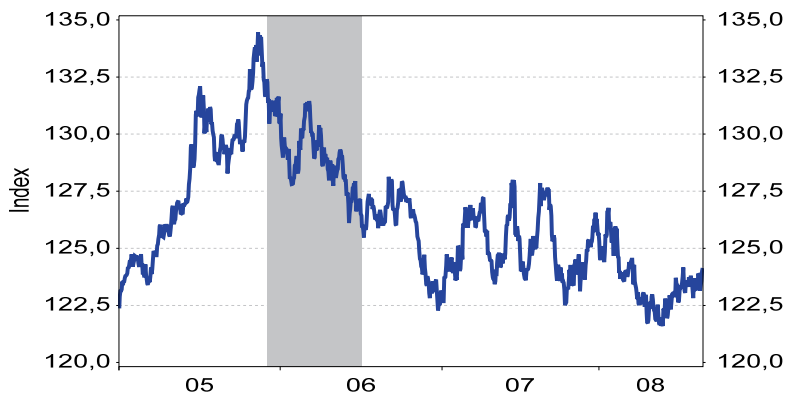
Under det första kvartalet 2009 tog Riksgäldskontoret position på 15 miljarder kronor utifrån bedömningen att kronan var undervärderad i förhållande till euron. I och med detta utnyttjade Riksgäldskontoret hela sitt mandat för kronpositioner. Då kronan var fortsatt svag utökade regeringen, efter förslag från Riksgäldskontoret, positionsutrymmet med 35 miljarder kronor till 50 miljarder kronor. Samtidigt togs kronpositioner bort från riskmandatet mätt i VaR-termer. Vid slutet av 2009 uppgick den orealiserade vinsten av den första delen (15 miljarder kronor) av positionen en vinst på 0,8 miljarder kronor. Den andra delen av positionen (där 33 av de 35 miljarder kronorna nyttjats) visade vid slutet av 2009 en orealiserad vinst på 0,9 miljarder kronor. Den svenska kronan har därefter fortsatt att stärkas.

Avvikelse från amorteringsriktvärdet (fram till augusti 2008)

Riksgäldskontorets beslut att sammanlagt skjuta på 12 miljarder kronor i amortering i förhållande till amorteringsriktmärket på valutaskulden från december 2005 till juni 2006 beräknas överslagsmässigt ha lett till kostnadsbesparingar på i storleksordningen 0,5 miljarder kronor fram till dess att amorteringsriktvärdet upphörde den 28 augusti 2008. Beräkningen baseras på genomsnittligt TCW-index under avvikelseperioden (index 129,7) jämfört med genomsnittligt TCW-index från den 1 januari 2007 till den 28 augusti 2008 (index 124,49). I diagram 5.8 illustreras perioden då Riksgäldskontoret sänkte amorteringstakten på valutaskulden med 12 miljarder kronor. Som framgår var kronan svag under denna period (högre index = svagare krona) varför beslutet innebar en kostnadsbesparing jämfört med om amorteringarna gjorts i jämn takt (se även avsnitt 4 underrubrik *Statsskulden sammansättning*).

Diagram 5.9 Växelkursutvecklingen och beslutade amorteringsbanor för valutaskulden (TCW-index och miljarder kronor)

Skr. 2009/10:104

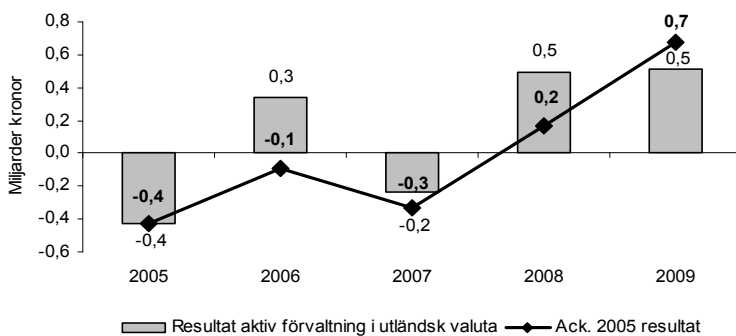


Source: Reuters EcoWin

Operativa positioner (aktiv förvaltning i utländsk valuta)

Under perioden 2005–2009 visade den aktiva förvaltningen ett resultat på 677 miljoner kronor. Positionerna på räntemarknaderna stod för 495 miljoner kronor, medan valutapositionerna under perioden visade minus 47 miljoner kronor. De externa förvaltarna bidrog till 229 miljoner kronor av resultatet under perioden. Det kvantitativa målet i för den aktiva förvaltningen är uppfyllt under utvärderingsperioden. Resultatet är nått med relativt låg risk. Under utvärderingsperioden har Riksgäldskontorets aktiva förvaltning legat under det resultat i procent som de externa förvaltarna presterat.

Diagram 5.10 Resultat av den aktiva förvaltningen i utländsk valuta



Källa: Riksgäldskontoret

Tabell 5.5 Resultat av aktiv förvaltning i utländsk valuta

Skr. 2009/10:104

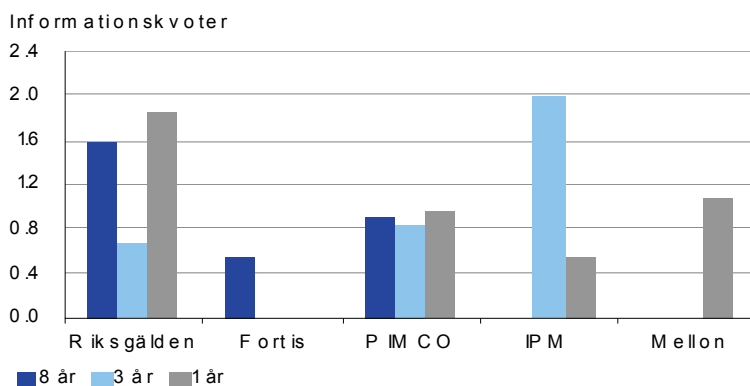
	2005	2006	2007	2008	2009	2005 - 2009
Total förvaltning:	-430	339	-238	492	514	677
Riksgäldskontoret	-426	348	-203	305	424	448
<i>Varav:</i>						
<i>Räntepositioner</i>	187	367	-241	44	138	495
<i>Valutapositioner</i>	-613	-19	38	261	286	-47
Externa förvaltare	-4	-9	-35	187	90	229
Resultat i procent av förvaltad belopp:						
Riksgäldskontoret	-0,25	0,21	-0,12	0,18	0,25	0,27
Externa förvaltare	-0,01	-0,03	-0,11	0,65	0,32	0,82

Källa: Riksgäldskontoret

Den ackumulerade kostnadsbesparingen sedan 1992, då Riksgäldskontoret började med aktiv förvaltning, uppgår till drygt 12 miljarder kronor. Resultatet uppstod framför allt under åren 1992–1998, 2002–2004, samt 2008 och 2009.

Det riskjusterade resultatet visar att Riksgäldskontoret och den externa förvaltaren IPM lyckats bäst. Det riskjusterade resultatet mäts via den så kallade informationskvoten vilken anger resultatet dividerat med volatiliteten (standardavvikelsen) i resultatet. Ett högt värde innebär att förvaltaren tagit relativt liten risk i relation till det uppnådda resultatet. Sett över en tioårsperiod från 1997 var risknivån (volatiliteten) i resultatet, mätt enbart som årlig standardavvikelse, genomgående lägre för Riksgäldskontorets aktiva förvaltning än för de externa förvaltarna.

Diagram 5.11 Riskjusterat resultat för den aktiva förvaltningen



Skälen för regeringens bedömning: Regeringen finner ingen anledning att kritisera att Riksgäldskontoret allokerat 220 miljoner kronor, av mandatet på 600 miljoner kronor (mätt i termer av daglig Value-at-Risk), till den aktiva förvaltningen.

Regeringen bedömer att Riksgäldskontoret fattat lämpliga strategiska beslut vad gäller positioner. I mars 2009 redovisades en realiserad vinst på 2,5 miljarder kronor avseende en strategisk dollarposition. Riksgäldskontorets strategi att söka utnyttja stora obalanser på valutamarknaderna för att minska kostnaderna för statsskulden har under utvärderingsperioden visat sig riktig.

Den kronposition, som togs under 2009 då den svenska kronan bedömdes som kraftigt undervärderad, kan ännu inte utvärderas slutligt då positionen fortfarande är öppen. Vid utgången av 2009 konstaterar dock regeringen den sammanlagda realiserade vinsten för den strategiska kronpositionen uppgick till 1,7 miljarder kronor. Sedan dess har den svenska kronan förstärkts, vilket gör att kalkylen förbättrats ytterligare.

I denna del bedömer den externa utredaren att beslutet att ta en utökad strategisk position ger ett betydande positivt bidrag. Utredarens beräkningar visar att den realiserade vinsten på den utökade positionen uppgick till 2,8 miljarder kronor vid utgången av februari 2010. Vid samma tidpunkt uppgick den realiserade vinsten utifrån ursprungliga mandatet till 1,6 miljarder kronor (*bilagan s. 21*). Utredaren bedömer även att argumenten bakom kronpositionen var korrekta, kronan var extremt svag i förhållande till det ekonomiska läget i Sverige och en normalisering av de finansiella marknaderna och konjunkturläget skulle medföra en normalisering av den svenska kronan. Utredaren pekar på att utvecklingen hitintills tyder på att regeringen och Riksgäldskontoret gjort en riktig analys (*bilagan s. 18–22*).

I tillägg till ovan beräknas de strategiska besluten att skjuta på sammanlagt 12 miljarder kronor av valutaamorteringarna under 2005 och 2006 ha lett till kostnadsbesparingar på 0,5 miljarder kronor fram till dess att amorteringsriktvärdet avskaffades i augusti 2008. Dessa beslut utvärderades preliminärt i den skrivelse som lämnades till riksdagen i april 2008.

Sammantaget bedömer regeringen att Riksgäldskontoret under utvärderingsperioden har lyckats utnyttja det strategiska mandatet för att minska kostnaden för statsskuldens förvaltning.

Resultatet i den aktiva förvaltningen i utländsk valuta uppgick under perioden 2005–2009 till 0,7 miljarder kronor. Av överskottet stod de externa förvaltarna för drygt 0,2 miljarder kronor. Procentuellt av förvaltad belopp uppvisar dessa tillsammans ett högre resultat 2008-2009 än Riksgäldskontoret – vilket även har kommenterats av den externa utredaren (*bilagan s. 22*). I termer av riskjusterat resultat har dock Riksgäldskontoret och IPM lyckats bäst, följt av PIMCO. Sett över en tioårsperiod har variationen i Riksgäldskontorets resultat genomgående varit lägre än för de externa förvaltarna. Regeringen konstaterar därmed att den aktiva förvaltningen under utvärderingsperioden gett ett överskott och att det kvantitativa målet har uppnåtts. Samtidigt har Riksgäldskontoret nått sin del av resultatet genom ett relativt försiktigt risktagande och låg risknivå, vilket regeringen finner rimligt.

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets principer för marknads- och skuldvarlden ger goda förutsättningar för att minska lånekostnaderna för statsskulden. Genom aktiva åtgärder och tydlig kommunikation har Riksgäldskontoret bidragit till en god marknads- och skuldvard.

Bakgrund

För att uppnå målet att långsiktigt minimera kostnaderna för statsskulden samtidigt som risken beaktas har Riksgäldskontoret i uppgift att bedriva marknads- och skuldvard. En attraktiv marknad för statsobligationer, statsskuldväxlar och realobligationer samt en bred och stabil investerarbas bidrar till att sänka kostnaderna för statsskulden.

På strategisk nivå handlar marknads- och skuldvard främst om att sätta upp principer för den operationella verksamheten. Några viktiga principer har varit att koncentrera skulden till ett begränsat antal löptider och att upprätthålla effektiva försäljningskanaler. På operativ nivå handlar marknads- och skuldvarlden om att genomföra byten och uppköp av obligationer, genomföra marknadsvårdande repor samt att kommunicera prognoser över statens lånebehov och finansiering.

För att underhålla likviditeten i statspapper har Riksgäldskontoret ett antal marknadsvårdande åtaganden gentemot sina återförsäljare. Syftet är att minska osäkerheten vid bristsituationer, eliminera risker vid transaktionsproblem samt kompensera för den svenska marknadens relativa litenhet. Marknadsåtagandena, som gäller oavsett hur Riksgäldskontorets eget kassamässiga finansieringsbehov ser ut, innebär:

- Tillgång till en obegränsad repofacilitet för återförsäljarna vad gäller nominella och reala statsobligationer. Begränsad repofacilitet vad gäller statsskuldväxlar.
- Köp och sälj byten mellan realobligationer till fast prissättning.
- För nyintroducerade nominella statsobligationer och statsskuldväxlar erbjuds särskilda villkor för att främja likviditeten till dess den utestående volymen är tillräckligt stor för att ge likviditet.
- Likviditetsneutrala veckovisa reposwappar i samtliga instrument till fast prissättning till en begränsad volym.

De marknadsvårdande reporna är det överlägset mest utnyttjade marknadsåtagandet. En marknadsvårdande repa innebär att en återförsäljare kan köpa ett statspapper av Riksgäldskontoret för att sälja tillbaka det en dag senare. Under 2008 gjordes marknadsvårdande repor för i genomsnitt 23 miljarder kronor per bankdag, för 2009 var motsvarande genomsnittsvolym 9 miljarder kronor per bankdag. Minskningen förklaras av att Riksgäldskontoret under hösten 2008 helt stoppade möjligheten att repa statsskuldväxlar och att denna begränsning även gällt under 2009 (se avsnitt 5.7). Minskningen förklaras också av att efterfrågan på statspapper stabiliserades, vilket innebar en återgång till tillfredsställande likviditet i den reguljära marknaden.

Under utvärderingsperioden har Riksgäldskontoret publicerat rapporten Statsupplåning – prognos och analys tre gånger per år. I rapporten beskrivs Riksgäldskontorets prognoser över lånebehovet samt upplåningens fördelning på olika låneinstrument. Rapporternas syfte är att underlätta för marknadsaktörerna att följa och bilda sig en uppfattning om statskulddpolitiken.

De undersökningar som Prospera genomfört på uppdrag av Riksgäldskontoret visar att svenska investerare ger höga betyg för kommunikationen av statens lånebehov. Agerandet med extra emissioner i statskuldväxlar under finanskrisens inledning fick mycket bra betyg. Svagare betyg fick agerandet vid neddragning av auktionsvolymerna i realobligationer och statskuldväxlar, samt likviditeten på realobligationsmarknaden som fortsatt upplevs låg. Lyhörtheten för marknadens önskemål fick också lägre betyg, även om det höjts jämfört med tidigare. Kritiken om bristande lyhörthet för marknadens önskemål beror sannolikt på att det minskade lånebehovet 2008 inte kunde tillmötesgå den ökade efterfrågan på statspapper. På motsvarande sätt är sannolikt de lägre emissionsvolymerna för realobligationer en förklaring på omdömet om låg likviditet på realobligationsmarknaden. I den senaste undersökningen, genomförd i slutet av 2009, intervjuades 47 svenska och utländska investerare, sju återförsäljare samt nio andra prisställare av svenska statsobligationer. Det sammantagna intrycket av Riksgäldskontoret, sedan den första undersökningen 2004, har legat runt fyra på den femgradiga skalan.¹¹ Variationerna i de sammanvägda betygen har varit relativt små mellan åren. Nedan följer en sammanfattning av resultatet från Prosperas undersökningar under 2008 och 2009.

- Riksgäldskontorets information om lånebehov, finansiering, emissionsvolym och villkor anses fortsatt vara utmärkt och förutsägbar. Riksgäldskontoret värderades generellt högt i internationell jämförelse, särskilt av internationella aktörer. Betyget från svenska investerare var något lägre.
- Försäljningen av statspapper fungerade mycket väl. Försäljningsformer och information fick betyget utmärkt av i stort sett alla aktörer. Intrycket av hur Riksgäldskontoret drog ned auktionsvolymerna för realobligationer och statskuldväxlar var dock något sämre och har ytterligare försämrats något under 2008 och 2009.
- Återförsäljarna värdesatte de marknadsvårdande reporna i statspapper och underströk Riksgäldskontorets professionalism sett i ett internationellt perspektiv.
- Återförsäljarna är fortsatt mindre nöjda med Riksgäldskontorets löpande byten av realobligationer.
- Liksom tidigare ansåg svenska investerare att Riksgäldskontoret inte är tillräckligt lyhörd för marknadens önskemål.

¹¹ Betygsskalan är från 1 till 5. Värderna över 4 tolkas som utmärkt och värderna under 3 som underkänt.

- Investerarna anser att Riksgäldskontoret bör anordna fler investerarmöten. Intresset från investerare att delta i möten ökade under perioden.
- Efter tre år av minskande intresse från investerare att lägga bud i auktioner, har utvecklingen vänt med ökat deltagande som följd.
- Likviditeten och prissättningen i andrahandsmarknaden upplevs överlag ha förbättrats jämfört med föregående år. Marknaden för nominella statsobligationer anses fungera väl. Andrahandsmarknaden för realobligationer och statsskuldväxlar får emellertid fortsatt lågt betyg.
- Riksgäldskontorets emitterande av extra statsskuldväxlar under den turbulenta situationen i räntemarknaden under finanskrisen uppfattas som mycket positivt av samtliga intervjugrupper. Riksgäldskontorets information om dessa åtgärder anses ha varit överlag bra.
- Riksgäldskontorets och återförsäljarnas genomförande av syndikeringen av det nya 30-åriga lånet fick ett medelbetyg. Nästan hälften av de intervjuade investerarna deltog i emissionen. Samtliga återförsäljare och två tredjedelar av investerarna ansåg att syndikering som försäljningsform av en 30-åring var lämplig.

Skälen för regeringens bedömning: De utvärderingar som gjorts av Prospera ger stöd åt att Riksgäldskontoret har bedrivit marknads- och skuldvard på ett ändamålsenligt sätt även om det finns områden som fått lite svagare betyg. Denna slutsats stöds även av utredarens intervjuer med några större banker i Sverige som ger en något mer positiv när det gäller Riksgäldskontorets agerande under 2008 och 2009 än vad Prosperas undersökning visar (*bilagan s. 22–24*).

Sammantaget bedömer regeringen att Riksgäldskontorets strategiska val med att koncentrera skulden till ett begränsat antal löptider och upprätthålla effektiva försäljningskanaler ger goda förutsättningar för att minska lånekostnaderna för statsskulden. Regeringen bedömer också att Riksgäldskontorets marknadsåtagande och kommunikation bedrivits på ett sådant sätt att det bidragit till en god marknads- och skuldvard.

<p>Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets extraemissioner med början under inledningen av finanskrisens mest turbulenta skede hösten 2008 bedöms som väl genomförda och rimliga.</p>
--

Bakgrund

Den 18 september 2008, tre dagar efter det att Lehman Brothers försatts i konkursskydd, beslutade Riksgäldskontoret med mycket kort varsel att emittera mer statsskuldväxlar än vad som behövdes för att finansiera statsskulden. Bakgrunden var den stora efterfrågan på statspapper som uppstått i spåren av oron på finansmarknaderna. Lehman Brothers ansökan om konkursskydd innebar att oron snabbt spred sig att fler banker skulle drabbas. På mycket kort tid drabbades hela interbankmarknaden av en allvarlig förtroendekris. Plötsligt var statspapper i stort sett det enda slags värdepapper som med säkerhet kunde säljas eller användas som säkerhet för ett kortfristigt lån. En lång rad aktörer blev oroliga för sin likviditetssituation och ville därför se till att skaffa just statspapper. Detta skapade starka spänningar i statspappersmarknaden, där alla (förenklat uttryckt) ville köpa och få ville sälja. Konsekvensen blev att efterfrågan på statsskuldväxlar steg så kraftigt att den inte kunde hanteras inom ramen för Riksgäldskontorets normala system med att låna ut statsskuldväxlar till återförsäljarna via s.k. marknadsvårdande repor. Då det fanns en uppenbar risk för att efterfrågan på marknadsvårdande repor skulle överstiga varje rimligt belopp stoppades denna möjlighet. De marknadsvårdande reporna omfattas inte av något formellt tak, men Riksgäldskontoret bedömde att volymerna skulle kunna bli så stora att kassahanteringen skulle bli orimlig samtidigt som den redovisade statsskulden skulle öka utan kontroll.

För att möta den kraftiga efterfrågan beslutade Riksgäldskontoret att i stället genomföra stora och täta extra auktioner i statsskuldväxlar. Riksgäldskontoret satte en övre gräns på 150 miljarder kronor för hur mycket de utestående extra växlarna fick uppgå till. De extra emissionerna beslutades i samråd med Riksbanken. Genom extraemissionerna kunde Riksgäldskontoret tillgodose den starka efterfrågan på statsskuldväxlar samtidigt som man fick kontroll över hur stora volymer som kom ut på marknaden. Om marknadsaktörerna börjat oroa sig över att repofaciliteten skulle stängas, hade detta kunnat bidra till panikartade köp av växlar. Det är därför rimligt att anta att efterfrågan på extra växlar blev lägre än den skulle ha blivit om Riksgäldskontoret hade fortsatt med sitt åtagande med marknadsvårdande repor.

Auktionen med extraväxlar innebar också att det uppstod en prisbildning på växlar trots att handeln i andrahandsmarknaden var obetydlig. Nedpressningen av räntenivån vid auktionsförfarandet minskade sannolikt efterfrågan även om köparna i det rådande läget var relativt prisokänsliga. Annonseringen av de extra auktionerna innebar också att marknadsaktörerna informerades om att det fanns mycket stora volymer att köpa. När aktörerna visste att de skulle kunna köpa de växlar

de behövde minskade oron. Motivet av att omedelbart få tag på stora volymer till sitt eget beredskapslager avtog och situationen lugnades således ned.

När Riksgäldskontoret ger ut mer statspapper än vad som behövs för att finansiera lånebehov och förfall uppstår ett kassaöverskott som behöver placeras. Placeringarna gjordes i huvudsak i omvända repor med säkerställda bostadsobligationer som säkerhet. Löptiden för placeringarna var den samma som för de extra växlarna. I praktiken var detta, med tanke på omfattningen, de enda instrumenten som var möjliga med krav på god säkerhet och avkastning. En bieffekt blev att bostadsinstitutens upplåning och bankernas likviditet underlättades. På grund av finansorn avstod många aktörer att handla med andra värdepapper än de emitterade av staten. Trots låg kreditrisk upphörde även likviditeten i säkerställda bostadsobligationer. Riksgäldskontorets placeringar av överskottet i omvända repor gjorde att aktörerna kunde byta ut bostadsobligationer med låg likviditet mot statspapper med hög likviditet, vilka kunde användas som säkerhet för lån i den privata sektorn. På så sätt resulterade de placeringar som extra emissionerna medförde till att bankernas och bostadsinstitutens löpande finansiering underlättades. Detta bidrog också till att minska effekten av den finansiella oron.

Totalt emitterades extra växlar för 206 miljarder kronor. Som mest uppgick den utestående stocken till 120 miljarder kronor. Vid 2008 års slut var 52 miljarder kronor utestående och de längsta extraväxlarna förföll i mars 2009. Då räntan på placeringarna var högre än för upplåningen av de extra växlarna genererades en vinst på 175 miljoner kronor. Vinsten resulterade i lägre kostnader för statsskulden.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen bedömer att Riksgäldskontorets snabba och tydliga agerande bidrog till en högre likviditet på den svenska räntemarknaden. De extra emissionerna bedöms ha haft en stabiliserande inverkan på räntebildningen och hölls även inom de ramar som fastställts i regeringens riktlinjer. Riksgäldskontorets metod att repa in bostadspapper bedöms även ha bidragit till att förbättra likviditeten i bostadspapper och därmed minska effekten av den finansiella oron.

Utredarens slutsats är att Riksgäldskontorets agerande inte bara var lovvärt utan i högsta grad berömvärt (*bilagan s. 3 och 25*). Riksdagens lagändring och regeringens ändrade riktlinjer i detta avseende bekräftar också att Riksgäldskontorets åtgärder var rimliga och riktiga.

Regeringens bedömning: Under utvärderingsperioden uppgick den samlade kostnadsbesparingen i privatmarknadsupplåningen till 0,8 miljarder kronor, vilket innebär att Riksgäldskontoret uppnått målet för privatmarknadsupplåningen.

Bakgrund

Riksgäldskontoret säljer två produkter som är anpassade för privatmarknaden: premieobligationer och Riksgäldsspar. Tidigare såldes även statspapper till privatmarknadskunder via Riksgäldskontorets webbplats. Denna försäljning upphörde i mars 2009. Under perioden 2005–2009 uppnåddes en kostnadsbesparing på 805 miljoner kronor i privatmarknadsupplåningen.

Tabell 5.6 Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden 2005–2009 (miljoner kronor)

Upplåningsinstrument ¹	2005	2006	2007	2008	2009	Totalt
Premieobligationer ²	98	150	149	106	170	673
Riksgäldsspar	10	27	23	38	36	134
Riksgäldskonto ³	-2	-	-	-	-	-2
Summa besparing	106	177	171	144	206	805

¹ Jämfört med nollkupongräntestrukturen.

² Avser premielån emitterade från och med 1996.

³ Riksgäldskonto avvecklades i mars 2005

Premieobligationer

Det underliggande resultatet för premieobligationer har varit relativt stabilt de senaste åren. Det som framför allt har orsakat svängningar är preskription av fysiska premieobligationer (äldre obligationer som gavs ut i pappersform). I samband med preskriptionen tillförs oinlösta innehav resultatet. Resultatförbättringen på 64 miljoner kronor mellan 2008 och 2009 förklaras i huvudsak av detta. Under 2008 uppgick försäljningen av premieobligationer till 7,5 miljarder kronor och under 2009 till 9 miljarder kronor. Båda åren såldes ett vår- och ett höstlån. Intresset för premieobligationslånet hösten 2009 var särskilt stort då försäljningen översteg förfallande premielån med drygt en halv miljard kronor. Låg alternativränta på banksparande antas varit en bidragande orsak till det ökande intresset. Räntan på premieobligationer lottas, vilket ger den enskilda kunden chans till en bra avkastning, även när den totala vinstutlovningsprocenten är låg. Marknadsföring under försäljningsperioderna antas också ha bidragit till det ökade intresset.

Vid slutet av 2009 var antalet premiekunder 300 000. Antalet kunder har minskat de senaste åren, medan innehavet per kund har ökat.

Riksgäldsspar

För Riksgäldsspar blev insättningarna rekordstora under hösten 2008 som en följd av finanskris och misstro mot banksystemet. När oron var som störst under hösten 2008 ökade den utestående volymen med 19 miljarder kronor, motsvarande 75 procent, på bara ett par månader. Under 2009 uppkom i stället ovanligt stora utflöden, beroende dels på sjunkande räntor, dels uttag av pengarna som sattes in hösten 2008. Sammanlagt minskade den utestående volymen i Riksgäldsspar med 10 miljarder kronor under 2009. Minskningen berodde både på uttag från befintliga konton, lägre nyinsättningar och på att färre kunder valde att förnya fast sparande som förföll. Resultatmässigt låg 2008 och 2009 på ungefär samma nivå, med en kostnadsbesparing på knappt 40 miljoner kronor per år. År 2009 inleddes en kraftig förbättring av resultatet på grund de stora insättningarna hösten 2008. Intjäningen minskade dock rejält under andra halvåret, till följd av stora utflöden och en lägre räntemarginal än normalt. Efter Riksbankens sänkning av reporäntan till 0,25 procent den 8 juli 2009, har Riksgäldskontoret erbjudit 0,10 procent i ränta på engångsinsättningar på rörliga konton och 0,05 procent på månadssparande. Det motsvarar en marginal på 0,15 procentenheter för Utan tidsgräns och 0,20 procentenheter för Månadsspar, mot normala 0,25 respektive 0,35 procentenheter. Detta gav ett intäktsbortfall på ca 45 miljoner kronor under 2009. För fasta konton var räntorna högre och Riksgäldskontoret kunde ta ut en normal marginal på 0,35 procentenheter under hela perioden. Eftersom konton med rörlig ränta står för drygt 80 procent av den utestående volymen, får de rörliga räntorna stor effekt både på inlåningens omfattning och på resultat.

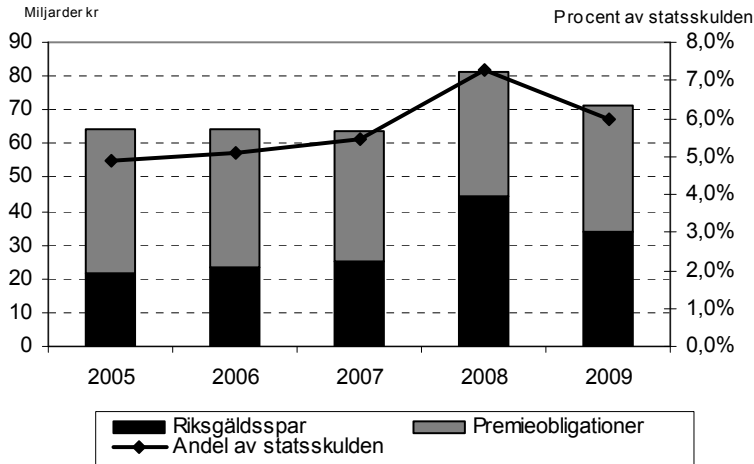
Faktaruta: Utvärderingsmodell för privatmarknadsupplåningen

Riksgäldskontoret tillämpar sedan 1999 samma utvärderingsmodell för premieobligationer och RiksgäldSpar. 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 ska belasta verksamheten. Inkomstbesparingen beräknas som skillnaden i räntepunkter mellan upplåning på privatmarknaden jämfört med motsvarande upplåning på penning- och obligationsmarknaden med samma löptid. Modellen innebär att mer rättvisande och transparenta resultat kan beräknas för de olika låneinstrumenten.

Vid utgången av 2009 uppgick Riksgäldskontorets upplåning på privatmarknaden till 71 miljarder kronor, eller 6 procent av statsskulden. I förhållande till den svenska sparräntemarknaden motsvarade detta 5,6 procent, jämfört med 6,7 procent i december 2008. Under 2008 ökade andelen med 1,1 procentenheter för att sedan minska lika mycket under 2009. Det innebär att Riksgäldskontorets andel av sparmarknaden vid utgången av 2009 var den samma som innan finanskrisen hösten 2008.

Diagram 5.12 Privatmarknadsupplåning fördelat på upplåningsinstrument och som andel av statsskuden

Skr. 2009/10:104



Källa: Riksgäldskontoret

Den externa utredaren menar att det vore önskvärt om Riksgäldskontoret utvecklade beräkningsmodellerna för privatmarknadsupplåningen i syfte att så tydligt som möjligt kunna ställa kostnaderna för privatmarknadsupplåningen mot de för statspappersmarknaden (*bilagan s. 17*). Regeringen har för avsikt att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att arbeta vidare med förbättringar av jämförelsen mellan upplåning på privatmarknaden och statspappersmarknaden.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringens mål för privatmarknadsupplåningen är att denna ska bidra till att sänka kostnaderna för statsskuden. För att utvärdera måluppfyllelsen jämförs kostnaderna för upplåningsformen med kostnaderna för Riksgäldskontorets upplåning via statsobligationer eller statsskuldväxlar.

Under perioden 2005–2009 uppgick kostnadsbesparing i privatmarknadsupplåningen till 805 miljoner kronor. Av kostnadsbesparingen har Premieobligationer bidragit med 673 miljoner kronor och Riksgäldsspar med 134 miljoner kronor. Riksgäldskontoret har uppnått den kvantitativa målsättningen och regeringen noterar att lönsamheten består.

Den externa utredaren har fört fram att Riksgäldskontoret bör arbeta med att förbättra modellen för beräkning av kostnadsbesparingen av privatmarknadsupplåningen (*bilagan s. 17*) och regeringen avser att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att arbeta vidare med frågan. Regeringen avser även att precisera målformuleringen för privatmarknadsupplåningen i riktlinjebeslutet för 2011.

Granskning av statsskuldspolitiken åren 2008-2009

Jörgen Appelgren

Innehåll

Sammanfattning	2
1 Uppdraget	5
1.1 Genomförande.....	5
2 Allmänt om statsskuldspolitiken	5
2.1 Yttre ram för statsskuldspolitiken.....	6
2.2 Inre ram för statsskuldspolitiken.....	7
2.3 Tillämpningen.....	7
3 Löptiden	8
3.1 Växlande styrning.....	9
3.2 Ny hållning och nya argument.....	11
3.3 Diskussionsfrågor.....	12
4 Skuldandelar	13
4.1 Valutaskulden och löptiden.....	14
5 Kostnadsmätning	15
5.1 Privatmarknaden.....	17
5.2 Emissionsräntan.....	17
5.3 Motpartsrisiker.....	18
6 Strategiska positioner i utländsk valuta	18
7 Aktiv förvaltning i utländsk valuta – externa förvaltare	22
8 Marknadsvård	22
9 Slutsatser beträffande riktlinjer	24
10 Vidare ramar	26

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Sammanfattning

Det övergripande målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaderna för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Regeringens styrning sker främst genom riktlinjer för skuldandelar samt dess löptid. Genom besluten om hur stor del av skulden som skall lånas i utländsk valuta, i reala obligationer samt i nominella obligationer samt löptider för dessa så sätter regeringen ramarna vad gäller avvägningen mellan statens risk och skuldens upplåningskostnad.

Skuldandelar på längre sikt

Skuldandelarna är bestämda ur ett långsiktigt perspektiv och har varit oförändrade under granskningsperioden 2008-2009. Det finns inget etablerat synsätt för att bedöma hur stora andelarna bör vara. I många andra europeiska länder är upplåning i nominella obligationer i den egna valutan helt dominerande. Sverige har valt en tydligare satsning på att diversifiera statsskulden på flera upplåningsinstrument än jämförbara länder. Beslutet om skuldandelar är bland annat grundat på statsskuldens storlek vid beslutstillfället.

Riksgäldskontoret rekommenderas att göra en analys över hur skuldandelar skulle kunna se ut i ett läge med en betydligt högre respektive lägre statsskuld. Om målet om en procents överskott i de offentliga finanserna över en konjunkturykel bibehålls, och därtill nås, så kommer statsskulden att minska markant på medellång sikt. Det vore önskvärt att Riksgäldskontoret utvecklade en långsiktig strategi för en sådan utveckling.

Löptiden

Styrningen via löptid är ett ganska stelt system som har ändrats flera gånger under de senaste åren. Inte minst för den reala skulden, med ett fåtal stora lån, medför systemet att besluten om löptid för nya lån måste tas långt före tidpunkten för upplåningen. Därmed finns det risk för att marknadsförutsättningarna ser annorlunda ut vid besluts- och upplåningstillfället.

Riksgäldskontorets emission av det 30-åriga lånet i början av 2009 visar hur snävt systemet kan vara. Löptiden för den nominella skulden hade stigit från 3,5 år till 5,5 år om den mätts på samma sätt som tidigare. Det kan ställas mot att Riksgäldskontoret bara några månader tidigare hade föreslagit att löptiden skulle förkortas till 3,2 år.

Regeringens argument för att behålla löptiden på 3,5 år i 2009 års ordinarie riktlinjebeslut var inte övertygande i alla delar. Risken för ett betydligt sämre statsfinansiellt utfall är det argument som kvarstår som motiv till beslutet. Det går inte att kartlägga exakt hur regeringen uppfattade denna risk men det finns tydliga indikationer på att risken bedömdes som mycket oroande.

Ökad tydlighet

På några områden är regeringen inte så tydlig som man skulle kunna önska. Regeringen motiverar beslutet om ökat positionstagande i svenska kronor utifrån målet om långsiktig kostnadsminimering. Det är tveksamt om ett aktivt positionstagande kan betraktas som kostnadsminimering. Det handlar snarare om att öka intäkterna via en sidoverksamhet. Språkbruket är måhända accepterat av de som sysslar med frågor kring statsskuld förvaltning. Icke desto mindre kan det leda tankarna fel utanför denna inre krets. Regeringen bör vara tydligare med om vad det är för verksamhet de ger Riksgäldskontoret tillstånd till.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Målet för privatmarknadsupplåningen är väl allmänt utformat. I skälen till 2008 års riktlinjer återfinns en precisering som dock inte återkommer året därpå. Regeringen borde vara tydligare så att målsättningen återges i själva beslutet.

Kostnadsmätningar

Det finns utrymme för Riksgäldskontoret att förbättra kostnadsmätningarna. Utan goda mått på kostnaderna är det svårt att kostnadsminimera. För tillfället är skuldandelarna givna. Men vid en positiv utveckling av statens finanser kommer fördelningen av statsskulden på olika instrument att komma under diskussion. De olika instrumentens upplåningskostnader kommer sannolikt att vara ett viktigt beslutsunderlag inför ett framtida beslut om storleken på skuldandelarna.

Ändrade riktlinjer för statsskuldens förvaltning

Under granskningsperioden har regeringen ändrat riktlinjerna för statsskuldens förvaltning fyra gånger. Det beror främst på att den finansiella turbulensen förändrat marknadsförutsättningarna markant men är till en del också en konsekvens av att styrsystemet begränsar Riksgäldskontorets manöverutrymme.

Regeringen ändrade i augusti 2008 beslutet från hösten 2007 om att valutaskulden skulle amorteras med 40 miljarder kronor under 2008. Istället skulle andelen valutaskuld uppgå till 15 procent av statsskulden. Riktlinjeförändringen var en naturlig konsekvens av att större försäljningsintäkter i utländsk valuta än väntat medförde att valutaskulden uppnådde det långsiktiga målet.

I oktober 2008 ändrades riktlinjerna så att Riksgäldskontoret fick rätt att ta upp lån till staten för att tillgodose behovet av statslån med olika löptid. Beslutet gav Riksgäldskontoret retroaktivt stöd för den upplåning av extra statsskuldväxlar kontoret genomförde med start under finanskrisens mest turbulenta skede.

Trots att det fanns en osäkerhet om den exakta gränsen för vad Riksgäldskontoret hade lagstöd för genomfördes åtgärder som fick stor betydelse för att dämpa den extremt höga oro som styrde investerarnas agerande vid den tidpunkten samt att främja likviditeten och marknadens funktionssätt. Utredarens slutsats är att Riksgäldskontorets agerande inte bara var lovvärt utan i högsta grad berömvärt. Regeringens beslut om ändrade riktlinjer i detta avseende bekräftade att Riksgäldskontorets åtgärder var rimliga och riktiga.

I mars 2009 upphävde regeringen temporärt löptidsriktvärdet för den nominella skulden för att möjliggöra för Riksgäldskontoret att ge ut en lång obligation. I en del var beslutet kontroversiellt då löptiden som tidigare långsamt hade förkortats i ett slag ökade från 3,5 till 5,5 år om den mätts på samma sätt som tidigare. Denna frågeställning berörs nedan i avsnittet ”vidare ramar”.

Huruvida det var ett bra beslut att ta upp ett 30-årigt lån kan inte besvaras slutgiltigt efter knappt ett år. Men räntan på 3,75 procent ser utomordentligt attraktiv ut om man jämför med de räntenivåerna som gällt under de senaste decennierna. Utredarens bedömning är att det var ett gynnsamt läge att ta upp ett långt lån och att Riksgäldskontoret lyckas genomföra själva upplåningen på ett sätt som resulterade i en attraktiv lånekostnad.

Det fjärde ändringsbeslutet togs i maj 2009. Då höjde regeringen Riksgäldskontorets mandat för strategiska positioner i kronor gentemot andra valutor från 15 till 50 miljarder kronor.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Beslutet togs mot bakgrund av en kraftig försvagning av den svenska kronan, en utveckling som kunde förväntas reverseras när den ekonomiska krisen ebbat ut.

Finansiell oro leder ofta till kraftiga omDispositioner i investerares portföljer. De påföljande kapitalflödena kan leda till betydande valutaeffekter som inte sällan varar under flera kvartal eller emellanåt över flera år. Många aktörer på valutamarknaden tenderar att ha en mycket kortsiktig placeringshorisont vilket bidrar till att valutor under lång tid kan avvika från vad som bedöms vara ett jämviktsvärde.

Argumenten bakom beslutet bedöms som korrekta, kronan var extremt svag i förhållande till det ekonomiska läget i Sverige och en normalisering av de finansiella marknaderna och konjunkturläget skulle medföra en normalisering även av den svenska kronan. Utvecklingen hitintills visar att regeringen och Riksgäldskontoret gjorde en riktig analys. Per den sista februari uppgick den orealiserade vinsten för den strategiska positionen till 2,8 miljarder kronor.

Vidare ramar

Nuvarande styrsystem med riktlinjebeslut en gång om året får betecknas som ganska snävt, åtminstone i tider med snabba förändringar i marknadsförutsättningarna. Det skapar vissa planeringsproblem i tider av stora förändringar i lånebehovet och finansiell oro och kan medföra att Riksgäldskontoret inte kan utnyttja fördelaktiga marknadsvillkor utan att be regeringen om ändrade riktlinjer. Det faktum att Riksgäldskontoret fick föreslå flera förändringar av riktlinjerna under granskningsperioden visar att handlingsutrymmet upplevdes som alltför begränsat.

Det är naturligtvis självklart att regeringen skall sätta ramar för Riksgäldskontorets verksamhet. Men hur snäva eller vida de bör vara kan diskuteras. Det finns en flexibilitet i nuvarande styrsystem genom att Riksgäldskontoret kan vända sig till regeringen för att få ändrade riktlinjer. Men det finns en risk att ledtiden för den beslutsprocessen medför att gynnsamma marknadslägen inte kan tas tillvara fullt ut. Några beräkningar indikerar att det kan handla om avsevärda belopp.

Nuvarande styrsystem får på ett allmänt plan betraktas som onödigt stelt i vissa lägen och medför att Riksgäldskontoret måste be om ändrade riktlinjer när det sker större förändringar i marknadsförutsättningarna. Regeringen rekommenderas att överväga att ge Riksgäldskontoret ett större manöverutrymme i de ordinarie riktlinjerna. Eventuella utvidgade ramar bör då kompletteras med en tydlig beskrivning av under vilka omständigheter som manöverutrymmet kan utnyttjas fullt ut. Därtill bör det även följas upp genom en större betoning på utvärdering av kontorets beslut vid de tillfällena.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

1 Uppdraget

Finansdepartementets uppdrag till den externa granskningen av statsskuldspolitiken sammanfattas i två punkter:

- att analysera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldförvaltningen under 2008 och 2009 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet samt,
- att utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaså med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.

Uppdragsbeskrivningen i sin helhet återfinns i bilaga 1.

Man kan inledningsvis konstatera att de ekonomiska förhållandena har varit mycket speciella under de aktuella två åren. Redan i inledningen av 2008 fanns det tydliga tecken på att ekonomin var på väg ned i en lågkonjunktur och än tidigare syntes att de finansiella marknaderna var i olag. Under hösten 2008 imploderade det finansiella systemet och det var endast genom kraftfulla insatser från regeringar och centralbanker världen över som systemet kunde återfå en viss stadga. Lågkonjunkturen blev den värsta sedan 1930-talet men redan till våren stabiliserades utvecklingen och en långsam återhämtning påbörjades under senare delen av 2009.

De speciella omständigheter som rått under perioden måste beaktas i granskningen av statsskuldspolitiken. De har haft en viktig eller direkt avgörande betydelse för många av de beslut som fattats. Finansdepartementet skriver också i uppdragsbeskrivningen att granskningen främst bör göras på grundval av den information som fanns tillgänglig vid beslutsfallet.

1.1 Genomförande

Granskningen har genomförts under perioden januari-mitten av mars. Diskussioner har förts löpande med företrädare från Finansdepartementet och Riksgäldskontoret. I enlighet med uppdragsbeskrivningen har tre avstämningsmöten skett med representanter från Finansdepartementet. Därtill har sex representanter från de fyra svenska storbankerna intervjuats om deras syn på Riksgäldskontorets agerande under granskningsperioden.

2 Allmänt om statsskuldspolitiken

Det övergripande målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaderna för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas, se lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.

Som påpekades i den förra externa utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning (regeringens skrivelse 2007/08:104) är att detta mål inte preciserat. Det går därför inte att mäta på något enkelt sätt. Avsaknaden av ett exakt mått eller mål hänger bland annat samman med att riskerna på de finansiella marknaderna kan variera kraftigt över tiden, vilket de senaste årens utveckling utgör ett tydligt bevis på. Det finns därtill en mängd olika risker såsom refinansieringsrisk, räntebindningsrisk, valutarisk, likviditetsrisk och kreditrisk. En allt för tydligt specificering av målet för riskerna skulle kunna inrikta Riksgäldskontorets insatser på att minimera en viss risk på bekostnad av andra. Även kostnads måttet är svårt att bestämma entydigt utan att man riskerar att snäva in perspektivet till skada för den reella måluppfyllelsen. En annan aspekt som är svår att målsätta är marknadsvård.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Avsaknaden av ett exakt mått försvårar en utvärdering men är en eftergift till den flexibilitet som krävs i förvaltningen av statsskulden. En utvärdering bli därmed tvingad till en ansats där avvägningen mellan risk och kostnad får diskuteras i mer kvalitativa termer.

2.1 Yttre ram för statsskuldspolitiken

Det kan vara fruktbart att dela upp de förhållanden som styr ramverket för statsskuldspolitiken i en yttre och inre del. Den yttre ramen består av faktorer som ligger i utkanten av vad som kan kallas statsskuldspolitik men som ändå har störst betydelse för hur statens kostnader för statsskuld förvaltningen utvecklas.

Det handlar om storleken på statsskulden och budgetunderskottet, utsikterna för såväl världsekonomin som för den svenska ekonomin samt hur penningpolitiken utformas. Offentliga upplåningskostnader handlar inte enkom om att upplåningsvolymerna blir högre ju större statsskuld och ju högre budgetunderskott. Såväl vår egen 90-tals historia som erfarenheterna från det senaste året, där flera länder fått kraftigt stigande räntekostnader jämfört med statsfinansiellt mer stabila länder, visar att en ekonomisk utsatthet ofta blir kostsam. Det gäller inte minst mindre länder. Sverige fick under 90-talskrisen som mest betala mer än fyra procentenheter högre ränta än Tyskland för en tio-årig statsobligation. Greklands ränta för en motsvarande obligation låg i februari som högst 3 ½ procentenheter över den tyska. Annorlunda uttryckt var Greklands räntekostnader för nämnda obligation mer än den dubbla jämfört med Tyskland. Samtidigt kan ett stort land som USA låna till en låg kostnad trots ett budgetunderskott som nästan är i nivå med det grekiska räknat som andel av BNP.

Sverige har efter budgetsäneringen på 90-talet skaffat sig ett gynnsamt läge genom att skapa, och efterleva, ett stabilt regelverk för de offentliga finanserna. År 2007, före den ekonomiska nedgången inleddes, var överskottet i de offentliga finanserna 3,8 procent av BNP. Det var, som sig bör i en högkonjunktur, långt över målet om en procents överskott över en konjunkturcykel. Därmed hade Sverige, tillsammans med övriga nordiska länder, ett mycket bättre utgångsläge än nästan alla andra länder i västvärlden att hantera den kris som sedermera inträffade. Försämringen i de svenska offentliga finanserna har därtill varit mindre än på de flesta andra håll. OECD:s prognoser indikerar vidare att Sverige kommer att gå ut ur krisen med en mindre ökning av statsskulden än nästan alla andra länder i Europa.

Statsfinanser i några valda länder och regioner

	Offentligt finansiellt sparande/BNP			Statsskuld*/BNP		
	2007	2009	Förändring	2007	2010	Förändring
Sverige	3,8	-2,0	-5,8	40	46	-6
Euroområdet	-0,6	-6,1	-5,5	66	85	-19
USA	-4,2	-12,2	-8,0	62	92	-30
Danmark	4,5	-2,5	-7,0	27	42	-15
Finland	5,2	-2,3	-7,5	35	46	-11

* Maastricht definition i Europa, total statsskuld för USA

Källa: OECD Economic Outlook, december 2009

Den svenska positionen medförde att såväl upplåningsvolym som lånekostnad utvecklades relativt gynnsamt under krisen i ett globalt perspektiv. Det beror dock mer på hur den allmänna ekonomiska politiken fördes åren före krisen än hur statsskuldspolitiken utformades under 2008 och 2009. Inte minst har det varit viktigt att regeringarna har stått emot de emellanåt ganska omfattande kraven på en mer expansiv finanspolitik under perioder med stora överskott i statsbudgeten.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Den djupa ekonomiska krisen har medfört att centralbankerna världen över fört en historiskt expansiv penningpolitik. Styrräntan ligger nära noll i flera länder. En betydande riskaversion uppstod när turbulensen på finansmarknaderna skapade osäkerhet om krisens djup och längd samt om vilka företag som skulle överleva. Detta medförde bland annat att investerare sålde mer riskfyllda placeringar till förmån för säkra och likvida placeringar såsom statspapper. Därmed sänktes upplåningskostnaderna för statliga låntagare, däribland Riksgäldskontoret. Som exempel på utvecklingen kan nämnas att räntan för en svensk tre månaders statsskuldväxel sjönk från i genomsnitt 3,86 procent 2008 till 0,39 procent under förra året. Detta är ett tydligt exempel på hur yttre faktorer får en avgörande inverkan på upplåningskostnaderna.

Tidigare granskningar av statsskuldens förvaltning har tagit upp hur statens upplåningskostnader utvecklats över åren. Detta kan vara av allmänt intresse men säger ganska lite om hur passande riktlinjerna för statsskuldspolitiken varit just för just de senaste åren eller hur Riksgäldskontoret tillämpat regelverket. Det är till helt övervägande del de yttre ramarna som har styrt upplåningskostnadernas utveckling.

2.2 Inre ram för statsskuldspolitiken

Den inre ramen bestäms av regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Processen beskrivs i detalj i regeringens skrivelse till vilken denna rapport biläggs. I korthet innebär processen att Riksgäldskontoret under hösten lägger fram förslag till riktlinjer för nästkommande år varpå regeringen i november beslutar om desamma. I de flesta avseende brukar regeringens beslut vara i linje med Riksgäldskontorets förslag.

Granskningen i denna rapport avseende riktlinjerna är i officiell bemärkelse en utvärdering av regeringens beslut medan granskningen avseende tillämpningen är en utvärdering av Riksgäldskontoret. I praktiken baseras riktlinjerna i stor utsträckning på Riksgäldskontorets förslag. Därmed har Riksgälden ett inflytande och indirekt ett visst ansvar för riktlinjernas utformning även om granskningen kommer att utgå ifrån den officiella beslutsordningen där regeringen är ansvarig för riktlinjerna.

Den inre ramen utgörs främst av riktlinjer för skuldandelar samt dess löptid. Genom besluten om hur stor del av skulden som skall lånas i utländsk valuta, i reala obligationer och i nominella obligationer samt löptider för dessa så sätter regeringen ramarna vad gäller avvägningen mellan statens risk och skuldens upplåningskostnad.

2.3 Tillämpningen

Inom de bestämda ramarna vad avser löptid och skuldandelarna har Riksgäldskontoret möjlighet att avvika något från målen. Ett traditionellt sätt att utvärdera Riksgäldskontoret vore att granska effekterna av dessa avvikelser. Många fonder utvärderas i hur de utvecklats i jämförelse med ett index eller en jämförelseportfölj. Det skulle dock vara möjligt först på senare tid när skuldandelarna varit i linje med målet. Tidigare strävade Riksgäldskontoret efter att gradvis bringa skuldandelarna i linje med målet. Det grundläggande kravet för indexbaserad utvärdering att det ska vara praktiskt möjligt för den ansvarige att följa index var således inte uppfyllt. Även nu, när skuldandelarna ligger nära riktvärdena, är Riksgäldskontorets möjligheter att styra skuldandelarna i praktiken begränsade. Till exempel är emissionerna av reallån obetydliga i förhållande till skuldstocken. Snabba förändringar i den totala statsskulden leder därmed till variationer i andelarna. I dessa avseenden skiljer sig förutsättningarna markant från vad som gäller en vanlig tillgångsförvaltare, vilket begränsar relevansen i en utvärdering i förhållande till en jämförelseportfölj.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldpolitiken åren 2008 och 2009

Även om Riksgäldskontorets styrelse bestämmer vilka avvikelser från löptiden som tillåts är systemet ganska stelt. Skulden i utländsk valuta har ett mål på löptiden på 1,5 månader varför några större förändringar inte är tänkbara. Den reala skulden består i princip av fyra stora lån och inget av dessa går till förfall förrän 2012. Löptiden är därför ganska given fram till dess nästa lån skall tas. För dessa två skuldslag är Riksgäldskontorets handlingsutrymme så begränsat att värdet av en utvärdering av en avvikelse från löptiden blir begränsat.

Men det finns även andra delar i verksamheten som kan granskas. Ett av Riksgäldkontorets mål är att värda marknaden för att långsiktigt hålla nere upplåningskostnaderna. Ett annat område rör den aktiva förvaltningen.

3 Löptiden

Löptiden är en viktig styrvariabel för upplåningskostnadernas utveckling. Regeringen tar i sin analys avstamp i avkastningskurvans lutning. En allmän utgångspunkt är att kurvan har en positiv lutning över tiden och att det kommer att vara dyrare att låna på längre löptider. Den centrala avvägningen blir då mellan billigare kort upplåning och ränteomsättnings- och refinansieringsrisk som ju stiger ju oftare skulden omsätts.

Under det senaste decenniet var räntan på en tioårig statsobligation 4,32 procent i genomsnitt medan för en tre månaders statsskuldväxel var motsvarande siffra 2,89 procent. Räntan på en tioårig obligation var således 50 procent högre vilket onekligen utgör en betydande kostnadsskillnad. Den skillnaden måste vägas emot ränteomsättningsrisken och önskemålet om att ha en relativt stabil räntekostnad över tiden. Under andra delen av 2005 låg tremånadersräntan på ca 1,50 procent men vid slutet av 2006 hade den fördubblats. Under samma tid steg tio års räntan med drygt 20 procent. Till yttermera visso skulle bara drygt en tiondel av en tänkt tioårig skuldportfölj omsättas under det tidsspännat, under förutsättning att skulden var jämt fördelad över tiden. En lång löptid ger därför en relativt stabil utveckling av statens räntekostnader medan en kort löptid kan leda till mycket kraftiga variationer.

Beslut om löptiden har således stor betydelse för lånekostnaden men också för risken för stora svängningar i upplåningskostnaderna. Eftersom skatter har snedvridande effekter så kan statsskuldpolitiken hålla nere de samhällsekonomiska kostnaderna genom att undvika att bidra till svängningar i skattetrycket. Därtill finns det en politisk risk med att låna väldigt kort i ett försök att minimera kostnaderna för upplåningen. En räntenedgång skulle medföra en snabb nedgång i ränteutgifterna vilket, åtminstone i lägen med överskott i statsbudgeten, skulle kunna tolkas som ett utrymme för expansiv finanspolitik hade ökat. Det finns då en uppenbar risk att detta skulle medföra krav på sänkta skatter och/eller ökade transfereringar. Om permanenta åtgärder genomförs så leder en senare ränteuppgång till en snabb försämring av statsfinanserna som i slutändan tvingar fram åtgärder för att stärka budgeten. En sådan ryckighet i skatte- och transfereringssystemen får betecknas som olycklig. Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv finns det därför ett mervärde av att ha en relativt jämn räntekostnad över tiden. Detta mervärde skall således vägas mot den lägre kostnad en kort löptid förväntas generera över tiden.

Regeringen gör en årlig avvägning mellan en kortare löptid som ger lägre upplåningskostnader och en längre löptid som ger en stabilare och mer förutsägbar kostnad för statsskulden. Beslutet påverkas bland annat av storleken på upplåningsbehovet. Ju lägre upplåningsbehov och statsskuld desto lättare väger riskargumentet. Det innebär generellt att ju bättre statsfinanserna blir desto kortare löptid kan man ha. Avvägningen är svår då riskerna är svårbedömda och större störningar inträffar sällan medan räntekostnaderna betalas löpande.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Regeringens analys av löptiden lägger relativt stor vikt vid avkastningskurvans lutning (se t.ex. sid. 17 i riktlinjebeslutet för 2008). Det är onekligen en viktig faktor för upplåningskostnaden vid själva upplåningstillfället. Men för att göra en bedömning för utfallet på längre sikt, och därmed vilken löptid som är mest lämplig, bör även nivån på avkastningskurvan ingå som grund för beslutet. Vid årsskiftet 2008/2009 uppgick räntan på en tioårig statsobligation till ca 2,5 procent. Det var långt över räntan på en tre månaders statsskuldväxel som låg på ca 1,4 procent. Detta faktum skulle tala för en förkortning av löptiden. Å andra sidan har räntan för en tioårig statsobligation varierat mellan 3-6 procent under det senaste decenniet med ett genomsnitt på 4,3 procent. Detta talar för att upplåningskostnaden var exceptionellt låg på grund av oron på finansmarknaderna och konjunkturutsikterna. Därmed var det sannolikt ett osedvanligt bra tillfälle att ta upp långa lån.

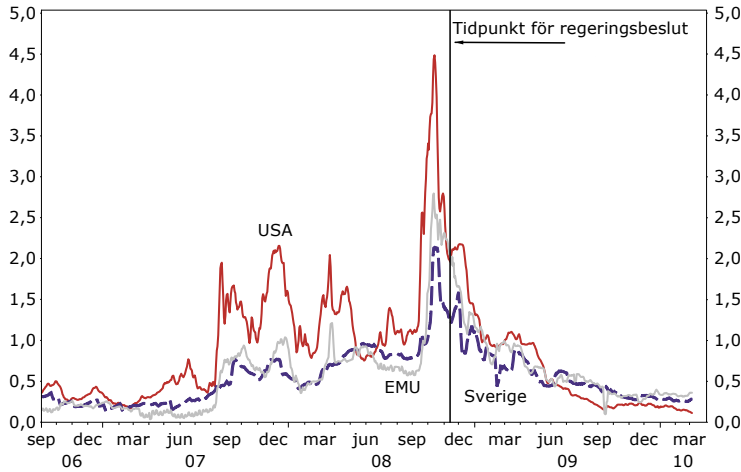
Inte överraskande är det gynnsamt att låna kort på kort sikt men också att låna långt på lång sikt när räntenivån är låg. Enkelt uttryckt är det gynnsamt att låna när räntan är låg. Denna relativt rättframma hållning är emellertid svår att förena med en strikt riktlinje för löptiden.

3.1 Växlande styrning

Regeringens styrning av löptiden har varierat i form över tiden. Riktlinjerna för 2008 avsåg ett riktvärde för hela den samlade skulden. Riktvärdet för slutet av 2008 var en löptid på 4,8 år och för 2009 4,6 år. För år 2006 beslutade regeringen om ett löptidsmål för den nominella skulden som då uppgick till 3,1 år. Förra året övergick regeringen till en styrning av löptidsmål för de olika skuldslagen. Det kan förefalla något underligt att växla styrning på detta sätt. Dock är det så, som påpekats tidigare, att löptiderna för den reala skulden och valutaskulden är ganska givna varför den praktiska skillnaden inte varit stor. På sikt torde ett mål för varje skuldslag vara att föredra så att inte en (oönskad) avvikelse i ett skuldslag får återverkningar på de övriga. Det är ändå möjligt att göra en samlad bedömning av löptiden i skulden som helhet i samband med beslutet om riktvärdena för de tre skuldslagen.

Det har mot bakgrund av en starkare statsfinansiell situation funnits en långsam trend emot en kortare löptid. I sitt förslag till riktlinjerna för 2009 föreslog Riksgäldskontoret att löptiden för den nominella skulden skulle sänkas från 3,5 år till 3,2 år vid utgången av 2010. Regeringen beslutade emellertid att behålla löptiden på 3,5 år. Skälet till att regeringen inte ville förkorta löptiden i den nominella kronskulden var dels en ökad osäkerhet om konjunkturen och därmed statsfinansernas utveckling, dels att den pågående finansorn medförde att man borde invänta en normalisering av förhållandena på finansmarknaderna innan löptiden förändrades.

Regeringens beslut om riktlinjer för 2009 togs i november 2008 när osäkerheten om hur ekonomin och statsfinanserna skulle utvecklas kanske var som störst. Diagrammet nedan kan ses som en spegling av oron och osäkerheten om såväl recessionens längd och djup som om vilka företag som skulle överleva finanskrisen. Som synes togs regeringens beslut bara några veckor efter att skillnaden mellan interbankräntan och statsskuldväxlar hade toppat. Beredningstiden inför ett regeringsbeslut innebär att underlaget processades fram under perioden när osäkerheten var som allra störst. Hur djup nedgången och hur långvarig recessionen skulle bli var omgärdat av en osedvanligt stor osäkerhet vid den tidpunkten.

*Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldspolitiken åren 2008 och 2009***Skillnad mellan interbankränta och statsskuldväxlar, 3 månader**

Icke desto mindre synes regeringens argument inte helt övertygande. En djup konjunkturnedgång implicerar vanligtvis dämpade inflationsutsikter och därmed låg styrränta vilket snarare skulle tala för att förkorta löptiden. Oro på finansmarknaderna leder till ökad efterfrågan på säkra placeringar vilket minskar upplåningskostnaderna för staten. Denna faktor var tydlig redan vid beslutstillfället. Det argument som kvarstår är att man bör följa försiktighetsprincipen när osäkerheten, om utvecklingen generellt och om upplåningsbehovet specifikt, är så extrem som under denna period. Emellertid är ett beslut att behålla löptiden lika mycket ett ställningstagande som att förkorta den, det svårbedömda läget till trots.

Med facit i hand kan det konstateras att oron för statsfinansernas utveckling var överdriven och att det därför, åtminstone kortsiktigt, hade varit bättre utifrån det traditionella synsättet att löptiden hade förkortats i enlighet med Riksgäldskontorets förslag.

Men beslutet skall enligt uppdraget granskas på grundval av den information som fanns vid beslutstillfället. Regeringens oro för statsfinanserna vid krisens höjdpunkt var uppenbarligen betydande. I höstbudgeten, som gjordes före Lehman-konkursen, var prognosen att den offentliga sektorn skulle redovisa ett överskott på 1,1 procent av BNP under år 2009. I uppdateringen av Sveriges konvergensprogram 2008 som inlämnades i november 2008, dvs. samma månad som riktlinjebeslutet togs, beräknades den offentliga sektorns finansiella sparande till 0,2 procent respektive -0,4 procent av BNP i de två sidoalternativ utöver höstbudgetprognosen som redovisades. Alternativet med den sämsta utvecklingen benämndes "Fördjupad och utdragen finansiell kris", ett namn som antyder att den prognosen innefattade en del av nedåtriskerna för statsfinanserna. Den prognosen såg inte alltför avskräckande ut, ett underskott på 0,4 procent i en fördjupad och utdragen finansiell kris får bedömas snarare vara i överkant av målet om ett överskott på en procent över en konjunkturcykel. Riksgälden hade dock vid den tidpunkten aviserat att de skulle låna upp till 150 miljarder kronor extra i statsskuldväxlar, och det fanns en oro för att staten skulle bli tvungen att öka sin upplåning för att kapitalisera banksystemet.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Finansminister Borg avvisade senare de krav på finanspolitisk stimulans som framställdes av flera olika grupper bland annat med hänvisning till ”monstret” i statsfinanserna. Uppenbarligen ansåg regeringen att det fanns betydande nedåtrisker i den prognos de själva presenterade vid ungefär samma tidpunkt som de tog beslut om riktlinjerna för statskuldens förvaltning under 2009. En bidragande orsak till detta kan ha varit bedömningen av penningpolitiken. I uppdateringen av konvergensprogrammet antog regeringen att Riksbanken i det sämsta av sidoalternativen skulle sänka räntan till 2,25 procent i slutet av 2009. I verkligheten reagerade Riksbanken både betydligt snabbare och kraftfullare än så och redan i april 2009 var reporäntan nere på 0,5 procent, för att i ett senare skede sänkas till 0,25 procent. Den expansiva penningpolitiken bidrog till att stabilisera ekonomin och därigenom till att minska nedåtriskan beträffande statsfinansernas utveckling.

Sammanfattningsvis var inte argumentet att man borde avvakta en normalisering av finansmarknaden innan man tog beslut om ändrad löptid för den nominella kronskulden övertygande. Risken för ett betydligt sämre statsfinansiellt utfall är det argument som kvarstår som motiv till beslutet. Det går inte att kartlägga exakt hur regeringen uppfattade denna risk men det finns tydliga indikationer på att risken bedömdes som mycket oroande.

3.2 Ny hållning och nya argument

Efter att ha övervägt en förkortning av statskuldens löptid hösten 2008 valde regeringen, efter förslag från Riksgäldskontoret, den 12 mars 2009 att riktvärdet för den nominella kronskulden temporärt skulle upphävas. Bakgrunden var att Riksgäldskontoret ville utnyttja möjligheten att låsa in en låg ränta under en lång period. En sådan åtgärd skulle dock inte rymmas inom de riktlinjer som regeringen beslutade om i november 2008. Riksgäldskontoret föreslog därför en ändring av riktlinjebeslutet.

Regeringens beslut, och Riksgäldskontorets förslag, gick på tvärs emot tidigare ambitioner. Löptiden som tidigare långsamt hade förkortats ökade i ett slag från 3,5 till 5,5 år om den mätts på samma sätt som tidigare. Händelsen påvisar svagheter i löptidsstyrningen. Om ett enda lån, låt vara av extrem karaktär, kullkastar hela modellen bör det leda till en diskussion om en alternativ modell. Denna frågeställning berörs i avsnitt 10.

Huruvida det var ett bra beslut att ta upp ett 30-årigt lån kan inte besvaras slutgiltigt efter knappt ett år. Men räntan på 3,75 procent ser utomordentligt attraktiv ut om man jämför med räntenivåerna som gällt under de senaste decennierna. En tio-årig statsobligation, vilket är det närmaste jämförelseobjektet, har inte noterat en så låg ränta sedan mitten av 1950-talet. Vid tidpunkten för upptagandet av det 30-åriga lånet låg den tio-åriga statsobligationsräntan ca 1,3 procentenheter under genomsnittet för de senaste tio åren. Den expansiva penningpolitiken med i det närmaste nollränta är ett unikum som håller nere även den långa räntan. Sett över lång sikt kommer styrräntan vara betydligt högre vilket även innebär högre lång ränta.

Bedömningen är att det var ett gynnsamt läge att ta upp ett långt lån och att Riksgäldskontoret lyckas genomföra själva upplåningen på ett sätt som resulterade i en attraktiv lånekostnad. Beslutet sätter dock fingret på en problematik med löptidsstyrningen som inte närmare behandlas i regeringsbeslutet.

Beslutet är ett utomordentligt exempel på att avvägningen mellan marknadsvärd, styrning via löptid och möjligheten att kunna utnyttja tillfällen att låna billigt när räntenivån är låg emellanåt kan vara komplex.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Det framgår av ovan att det ur kostnadssynpunkt framstår som fördelaktigt att ge ut en 30-årig obligation jämfört med att ha gett ut en tio-årig obligation nu och sedan omsatt den obligationen om 10 respektive 20 år. Ränteomsättningsrisken har därtill minskat. Eftersom räntan på en 3,5 årig obligation, dvs. samma löptid som målet för kronskulden under år 2009, varit 3,85 procent i genomsnitt under det senaste decenniet, att jämföra med 3,75 procent för den 30-åriga obligationen, är det inte säkert att upplåningskostnaden sänktes genom att dramatiskt förlänga löptiden.

Avkastningskurvans lutning och nivå behöver inte, men kan, dra åt olika håll beträffande valet av löptid. En rekommendation är att dessa faktorer analyseras mer ingående inför riktlinjebeslut, och vid behov att dessa faktorer tydligare vägs emot varandra.

3.3 Diskussionsfrågor

En styrning med hjälp av ett exakt mått på löptiden kan ge väl snäva ramar för Riksgälden även om styrelsen har rätt att införa avvikelser från löptiden. Riksgäldskontoret har emellertid stora möjligheter att påverka regeringens beslut genom att föreslå vilken löptid som skall gälla.

Styrningsmetoden tar dock inte hänsyn till mer extrema situationer. Som genomgången ovan visade rymdes inte en satsning på att säkerställa en långsiktigt låg upplåningskostnad alls inom den stipulerade löptiden. Faktum var att skillnaden var så betydande att regeringen valde att lägga den 30-åriga obligationen utanför det tidigare löptidsmålet. Förvisso är en 30-årig obligation ett rätt annorlunda instrument från den vanliga upplåningen av den nominella kronskulden som sällan överstigit 12 år. Men faktum kvarstår att det styrmått som bestämdes i november var helt irrelevant i mars. Det reser frågan om styrmodellen bör vara mer flexibel.

Ett annat, framtida, exempel på löptidstyrning som väcker frågor är löptidsstyrningen av den reala skulden. Den reala skulden består i princip av fyra stora lån där nästa förfall inträffar först 2012. Med en ringa nyupplåning så styrs löptidsstrukturen på kort sikt av tidens gång. Men 2012 förfaller ett lån på 25 miljarder kronor och 2015 ett lån på 52 miljarder kronor. När dessa lån ersätts med nya lån påverkas den totala löptiden av de nya lånens löptid. Nuvarande reala lån löper mellan 7 och 29 år. Det blir en stor skillnad på den totala löptiden om de nya lånen skulle bli 7 eller 29 år. Om löptiden skall bestämmas i riktlinjerna året innan lånen skall upptas så måste Riksgäldskontoret komma med ett förslag till regeringen i september. De måste i så fall göra en marknadsundersökning senast under sommaren. Det blir då 6-18 månader mellan marknadsundersökningen och upptagande av lånet. Det är olyckligt om den beslutade löptiden blir styrande för det nya lånets löptid i fall marknadsläget har förändrats så att Riksgäldskontoret vid tidpunkten för upplåningen anser att en annan löptid vore att föredra. Visserligen går riktlinjerna att förändra i efterskott men frågan är huruvida detta är det optimala upplägget. Även denna frågeställning har bäring på flexibiliteten i styrsystemet.

Den fråga som inställer sig är om dagens system med ett, åtminstone under vissa förutsättningar, ganska strikt löptidsmål som ger ett begränsat manöverutrymme för Riksgäldskontoret är optimalt. Systemets flexibilitet garanteras genom att regeringen kan genomföra ändringar i riktlinjerna. Frågeställningen om flexibilitet berör inte bara löptidsmålet utan även skuldandelar och strategiska positioner. Frågan om flexibilitet behandlas därför i ett separat avsnitt efter en genomgång av skuldandelar och strategiska positioner, se avsnitt 10.

*Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009***4 Skuldandelar**

Inför år 2006 bestämdes att målet för skuldandelarna skulle vara 15 procent för valutaskulden, 20 procent i real skuld och 65 procent i nominell kronskuld. Andelen real skuld ändrades till 25 procent året därpå som en konsekvens av att definitionen av skuldmåttet ändrades från att utgöras av det upplånade beloppet till att även inkludera framtida ränte- och kupongbetalningar. Bytet ansågs vara av teknisk karaktär utan större betydelse för upplåningen. Som en konsekvens därav förändrades målet för den nominella kronskuldens andel till 60 procent. Under perioden för granskning har målen för skuldandelarna legat still.

Grunderna bakom valet av skuldandelar är först och främst en diversifiering från basen som traditionellt utgörs av nominell kronupplåning. Lån i utländsk valuta tar bort valutarisken för internationella investerare vilket rent teoretiskt skall ge billigare upplåningskostnad för staten. Å andra sidan får staten en valutarisk vilket skapar mer volatilitet i räntekostnaderna. De som investerar i real skuld slipper inflationsrisken som finns i en nominell skuld vilket talar för att investerare är beredda att få något lägre ersättning. Därmed bör statens upplåningskostnader i första skedet minska även om det sker till priset av att staten får ikläda sig inflationsrisken. Vinsten för staten av diversifieringen begränsas dock något av att den nominella kronskulden är betydligt mer likvid än övrig upplåning och likviditetspremien är därmed högre vad gäller valutaupplåningen och real upplåning.

Det är svårt att bedöma hur stora andelarna bör vara. I många andra europeiska länder är upplåning i nominella obligationer i den egna valutan helt dominerande. Sverige har valt en tydligare satsning på att diversifiera statsskulden på flera upplåningsinstrument än jämförbara länder. Måhända är detta en konsekvens av erfarenheterna under 1990-talskrisen då Sverige visserligen var i en utsatt position på de internationella kapitalmarknaderna men samtidigt kunde finansiera sitt enorma budgetunderskott genom upplåning i utländsk valuta på samma marknader. Betänkandet av Statsskuldspolitiska utredningen, SOU 1997:66, gav därtill ett starkt stöd till fördelarna med en diversifierad statsskuld.

Men det finns vissa praktiska restriktioner att beakta. Den nominella kronskulden behöver vara av en viss storleksordning för att vara likvid och därmed attraktiv för en bred investerarbas. Den finns också en lägre gräns för volymerna om en marknad överhuvudtaget skall fungera som referens för räntesättning. Norska staten, som ju har väldiga finansiella tillgångar netto, har en utestående länestock på ca 200 miljarder norska kronor i syfte att upprätthålla en obligationsmarknad.

Avseende valutaupplåning så finns det ett värde för staten att ha kompetens på området då valutaupplåning är den låneform som är mest flexibel och därmed enklast kan möta en snabb uppgång i lånebehovet. Det beror på att upplåningsmarknaden i dollar och euro och även en del andra valutor är så mycket större än kronmarknaden. Andelen kan inte bli för liten, och aktiviteten för låg, för då blir det svårt för Riksgäldskontoret att behålla nödvändig kompetens. Om valutaskulden skall vara ett diversifieringsinstrument bör inte heller andelen vara för liten för att den skall fylla sitt syfte. Riksgäldskontoret föreslog regeringen inför riktlinjerna 2005 att andelen skulle uppgå till de 15 procent som nu gäller.

Beträffande den reala skulden har Riksgäldskontoret angivit att den reala skuldens andel av den totala statsskulden bör vara någorlunda stor för att få nämnvärd diversifieringseffekt. Samtidigt är realskuld inte ett speciellt flexibelt låneinstrument såtillvida att det bedöms som svårt att på kort sikt markant öka upplåningen om statsfinanserna försämras i snabb takt. Riksgälden och regeringen har dragit slutsatsen att en andel på 25 procent är välvägd.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Vilka andelar som är mest lämpliga bygger främst på en analys som Riksgäldskontoret genomförde 2004. Vid den tidpunkten uppgick statsskulden till ca 50 procent av BNP. Som beskrivningen ovan visar vilar besluten delvis på behovet av en slags minsta önskvärd storlek för respektive upplåningsinstrument.

Valda andelar är delvis en funktion av statsskuldens storlek. Om skulden skulle öka eller minska markant förändras förutsättningarna. Det vore därför önskvärt att Riksgäldskontoret analyserade hur skuldandelarna skulle se ut om statsskulden var betydligt högre respektive lägre. Speciellt en situation med en mindre statskuld ställer krav på en genomtänkt linje för hur volymerna skall fördelas på de olika instrumenten. En genomtänkt, om än inte nödvändigtvis beslutad, linje för hur skuldandelarna bör utvecklas i takt med förändringar i statsskuldens storlek skulle underlätta för alla inblandade aktörer att anpassa sig till ett annat läge än det som råder för närvarande.

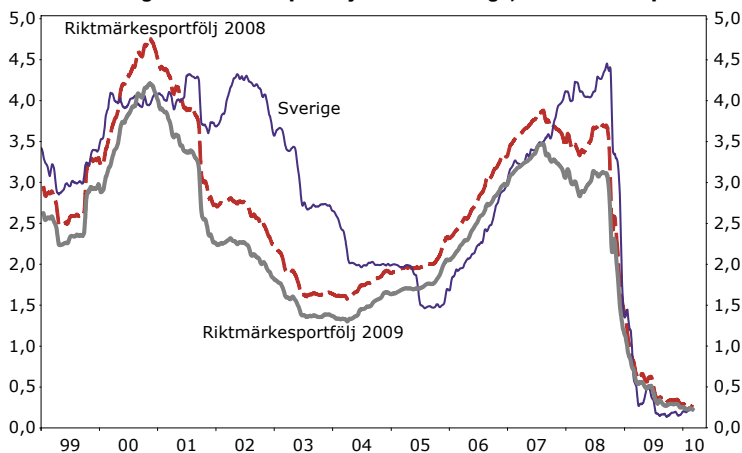
Riksgäldskontoret rekommenderas att göra en analys över hur skuldandelar skulle kunna se ut i ett läge med en betydligt högre respektive lägre statsskuld. Om regeringen bibehåller målet om en procent överskott i de offentliga finanserna över en konjunkturcykel, och därtill når sitt mål, så kommer statsskulden att minska markant på medellång sikt. Det vore önskvärt att Riksgäldskontoret utvecklade en strategi för en sådan utveckling.

4.1 Valutaskulden och löptiden

I beskrivningarna av valutaskulden anges dess positiva diversifieringsegenskaper. Riksgäldskontoret påpekar i förslaget till riktlinjer 2009-2011 att tack vare att valutaskulden består av fem valutor fås samtidigt automatiskt en god riskspridning inom skuldslaget. I ett tidigare dokument hänvisas till att fem valutor ger en diversifieringseffekt på ränteomsättningsrisken.

Riksgälden arbetar med riktmärkesportföljer för valutaskulden. Under granskningsperioden ändrades innehållet så det fanns en riktmärkesportfölj för 2008 och en annan för 2009. Utan att tränga djupare in i frågeställningen om hur en riktmärkesportfölj bör se ut så kan det konstateras att den nya portföljen har två positiva egenskaper. Dels var räntan på 2009 års portfölj lägre än 2008 års dito under hela 2000-talet, dels synes vikten för euron vara väl hög, 65 procent, i 2008 års portfölj om man vill uppnå diversifiering. Till följd av de starka kopplingarna mellan Sverige och euroområdet är ECB därtill sannolikt en av de centralbanker som agerar mest likt Riksbanken vilket minskar diversifieringen.

Det kan konstateras att det var ringa skillnad mellan den genomsnittliga räntan på de riktmärkesportföljer som Riksgäldskontoret använde 2008 respektive 2009 för valutaskulden och den svenska räntan. Löptiden på valutaskulden är 0,125 år. I praktiken innebär det att man lånar på tre månader och givet en jämn upplåning över tiden blir då snittet 1,5 månader eller 0,125 år. Under perioden 2005-2009 låg den svenska tremånadersräntan i genomsnitt 8 punkter under motsvarande ränta för riktmärkesportföljen för år 2008. Räntan för riktmärkesportföljen för år 2009 var däremot 21 punkter lägre än den svenska räntan för samma period. Ser vi över en något längre period är valutaportföljerna entydigt mer kostnadseffektiva, främst beroende på att Riksbanken förde en mer åtstramande penningpolitik än framförallt ECB under åren 2002-2003. Korrelationen mellan en svensk tremånadersränta och motsvarande ränta för valutaportföljerna var så hög som 0,93 respektive 0,92 under den senaste femårsperioden. Diversifieringseffekten har således varit begränsad. Vinsten av valutaskulden består därför till stor del av en löptidsförkortning som kunde ha uppnåtts via en förkortning av den svenska kronskulden.

*Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldspolitiken åren 2008 och 2009***Ränteutveckling för riktmärkesportföljerna och Sverige, 3 månaders löptid**

Diversifieringseffekten får betraktas som ringa under åren som utvärderats. Det betyder dock inte att diversifieringsargumentet inte är hållbart framöver. Men det förutsätter att den svenska penningpolitiken avviker från den förda penningpolitiken i länderna som är representerade i riktmärkesportföljen.

5 Kostnadsräkning

En del i Riksgäldskontorets tillämpning som skulle kunna få återverknings på statskuldsandelarna på sikt är mätningen av upplåningskostnaderna. Uppdraget att minimera statens kostnader långsiktigt är svårt att utvärdera om inte det finns en tydlig bild av kostnaderna för de olika delarna av verksamheten.

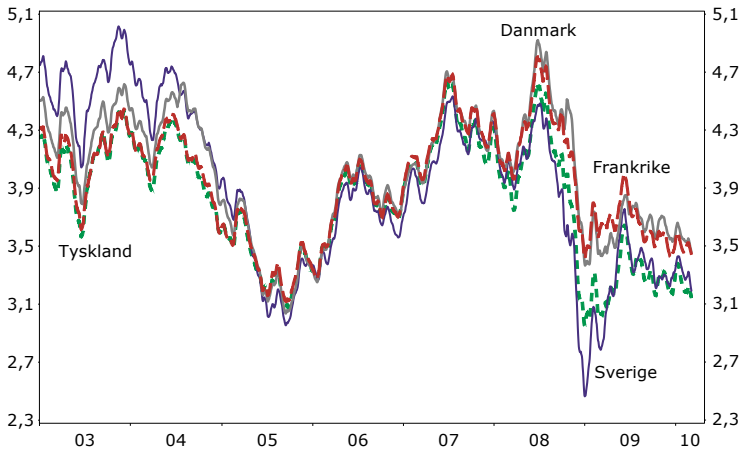
Som nämnts finns det ett mål för skuldandelarna som regeringen har bestämt utifrån ett långsiktigt perspektiv. Information om kostnaderna för upplåningen skulle vara en viktig input till diskussionen om att förändra andelarna i framtiden.

Riksgäldskontoret har över tiden gjort ett antal beräkningar över kostnaderna för den reala skulden. Problemet med mätningarna är att slutresultatet inte kan beräknas innan obligationen återbetalats inklusive inflationskompensationen. Med löptider på upp till 30 år tar det lång tid innan en slutgiltig utvärdering kan göras. Slutresultatet blir beroende på om inflationen blir högre eller lägre än väntat under resans gång.

Icke desto mindre gör Riksgäldskontoret beräkningar av hur mycket den reala upplåningen har påverkat statens kostnader. Ackumulerat sedan 1996 uppgår besparingen till 28 miljarder kronor. Jämförelsen görs då med vad det skulle ha kostat staten att ge ut nominella obligationer med samma löptid. En brist med en sådan jämförelse är att den inte tar hänsyn till att en högre upplåning av nominella obligationer skulle fördröja densamma. Ett annat problem med kostnadsjämförelsen är att Riksgäldskontoret med största sannolikhet inte skulle ha gett ut så långa nominella obligationer i avsaknad av möjligheten att ge ut reala obligationer. Nuvarande beräkningsmetod har således två poster som går i var sin riktning i termer av att över- eller underskatta vinsten av att diversifiera skuldportföljen.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Kostnadsbesparingen av diversifiering skall inte överdrivas. Som framgår av diagrammet nedan är ränteskillnaderna för en tio-årig obligation ganska ringa mellan olika länder, åtminstone i normala tider. Frankrike har en rätt mycket större statsskuld och sämre budgetutfall än Danmark sett över tiden. Trots det är skillnaden en räntepunkt till Frankrikes fördel under de senaste fem åren. Under samma period har motsvarande ränta för Sverige legat 20 punkter under den danska/franska räntan. Så trots att Danmark har haft större offentliga överskott och lägre statsskuld så lånar den svenska staten billigare på den nominella obligationsmarknaden. Det kan till en del bero på att den svenska statsskulden är mer diversifierad.

Små skillnader i upplåningskostnad, tio-årig statsobligation

Effekten av en diversifiering blir tydligare vad gäller valutalånen. I grunden är problemet detsamma, valutalånen gör att den nominella skulden blir lägre. Det finns dock en komplicerande faktor. En stor del av valutaupplåningen under senare år har gjorts genom att Riksgäldskontoret lånar upp i kron denominerade obligationer för att därpå swappa den fasta långa svenska räntan till en kort ränta i utländsk valuta.

Detta förfarandesätt innebär att kostnadsmätningarna kompliceras. Riksgäldskontoret väljer att fördela upplåningen i utländsk valuta mellan att emittera obligationer i utländsk valuta och upplåning i kron denominerade obligationer som valutaswappas. Valet bestäms primärt av den totala upplåningskostnaden för respektive marknad. Genom att låna i utländsk valuta minskar upplåningen i kron denominerade obligationer. Det ger samma effekt för kostnadsjämförelsen som i resonemanget ovan vad gäller den reala skulden. Men när valutaskulden skapas via upplåning av obligationer denominerade i kronor och sedan swappas till utländsk valuta så uteblir effekten. Riksgäldskontoret kostnadsjämförelser bör ta hänsyn till detta.

En rekommendation är att regeringen och Riksgäldskontoret i utvärderingar av de olika upplåningsinstrumenten försöker uppskatta hur mycket upplåningskostnaderna i den nominella skulden sänkts på grund av diversifieringseffekten. Det är därtill tveksamt att i kostnadsjämförelser mellan reala och nominella obligationslån utgå ifrån samma löptid. I

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

den mån upplåningskostnaderna får betydelse för målen för skuldandelarna i framtiden är det viktigt med en mer rättvisande jämförelse än den som gjorts hitintills.

5.1 Privatmarknaden

Ett exempel på ett område som skulle kunna beröras mer av kostnadsmätning är upplåning på privatmarknaden. Enligt Riksgäldskontorets egna beräkningar genererade privatmarknadsupplåningen en kostnadsbesparing på ca 160 miljoner om året under perioden 2005-2009. Beräkningarna är emellertid enligt uppgifter från Riksgäldskontoret ganska beroende på olika antagande. Det vore önskvärt om Riksgäldskontoret utvecklade dessa beräkningsmodeller i syfte att så tydligt som möjligt kunna ställa kostnaderna för privatmarknadsupplåningen mot de för statspappersmarknaden.

Regeringen har beslutat att målet för privatmarknadsupplåningen skall vara att bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden. I riktlinjerna för 2008 skriver regeringen i skälen till sitt beslut ”att målet bör förtydligas och istället avse största möjliga besparing i förhållande till motsvarande upplåning via statsobligationer eller statsskuldväxlar” (sid. 30). Utredaren menar att denna precisering borde framgå av regeringens beslut och inte bara av skälen till beslutet. Den bristen blir tydligare i 2009 års riktlinjer då beslutstexten är oförändrad medan preciseringen av målet inte återkommer i skälen.

Med ett preciserat mål och en tydlig bild av hur stora kostnadsbesparingar som privatmarknadsupplåningen skulle kunna generera blir det bli lättare att göra en löpande avvägning av hur stor privatmarknadsupplåningen bör vara. Över åren har det funnits mer politiska argument gällande hur stor privatmarknadsupplåningen bör vara, eller huruvida upplåningsformen skall finnas överhuvudtaget. Utredaren finner ingen anledning att beröra den frågeställningen i denna granskning.

Målet för privatmarknadsupplåningen är väl allmänt utformat. En rekommendation är att precisera målet i linje med beskrivningen i skälen till regeringens beslut av 2008 års riktlinjer. Riksgäldskontoret bör säkerställa att så rättvisa jämförelser som möjligt kan göras mellan upplåning via statspappersmarknaden och via privatmarknaden.

5.2 Emissionsräntan

Det noterades inledningsvis att de faktiska upplåningskostnaderna till största delen styrs av faktorer utanför Riksgäldskontorets påverkansmöjligheter såsom upplåningsbehov och den förda penningpolitiken. Riksgäldskontoret har en långsiktig strategi vad avser marknadsvård som skall generera låga upplåningskostnader inom de ramar som Riksgälden verkar (se vidare avsnitt 8 och 10 för en diskussion om marknadsvård och upplåningskostnader). Tanken är att förutsägbarhet och tydliga spelregler skall generera hög likviditet och därmed en låg upplåningskostnad. För att minska osäkerheten för budgivarna, och därmed öka deras betalningsvilja, har bland annat tidsperioden för auktionsförfarandet pressats så mycket som möjligt.

I själva auktionsförfarandet finns det ett inslag av en spelsituation där återförsäljarna har intresse av att lägga så låga bud som möjligt medan Riksgäldskontoret naturligtvis har motsatt intresse. Den faktor som skall garantera bästa pris är det finns många återförsäljarna och en konkurrens dem emellan.

Riksgäldskontoret har tidigare försökt undersöka hur effektiv auktionsproceduren är. Det kan t.ex. göras genom att den faktiska emissionsräntan jämförs med ränteläget strax innan

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

respektive efter auktionen. Därtill måste jämförelsen göras relativt den tyska räntan då internationella ränteförelser omedelbart fortplantar sig till den svenska räntemarknaden. Det har emellertid inte legat inom ramen för denna utvärdering att genomföra en sådan mätning.

En rekommendation är att Riksgäldskontoret gör en studie över emissionsräntan i syfte att se om den avviker från marknadsräntan vid tidpunkten strax innan respektive efter auktionsförfarandet. En sådan studie skulle kunna säkerställa att upplåningen sker till bästa pris alternativt ge input till om förfarandet kan behöva förändras.

5.3 Motpartsrisiker

Riksgäldskontoret bedriver en omfattande handel med derivat för att minimera upplåningskostnaderna. Vid förgående årsskifte hade Riksgäldskontoret utestående valutaswappar på 128 miljarder kronor och utestående ränteswappar på 121 miljarder kronor.

Det framgår av Riksgäldskontorets årsredovisning för 2008 att kontoret har en fordran på Lehman Brothers konkursbo på 16,6 miljarder dollar. Det reser frågan om hur motpartsrisiker hanteras. Riksgäldskontoret använder sig av ett avtal som heter CSA inom ISDA master agreement för att hantera motpartsrisiker i bilaterala OTC-instrument. Systemet innebär att säkerheter ställs för de nettosummor parterna är skyldiga varandra. För bolag med god kreditvärdighet (hög rating) finns det emellertid tröskelvärden under vilka inte dessa säkerhetskrav behöver upprätthållas. Ju högre rating ett företag har desto högre är tröskelvärdet. För ett bolag som Lehman Brothers, som hade högsta rating, AAA, ända in i konkursen, uppgick tröskelvärdet till 50 miljarder euro. Därmed finns det motpartsrisiker i CSA-avtalen, speciellt om/när ett bolag med hög rating går omkull.

Det finns en (oreglerad) marknad för fordringar på Lehman-konkursen. I dagsläget kan fordringar säljas till drygt en tredjedel av sitt nominella värde. Då det finns en betydande osäkerhet om utfallet får det bedömas som att åtminstone köparna av dessa fordringar anser att den förväntade återvinningen blir markant större än så.

En reaktion på den finansiella krisen är att det pågår en uppbyggnad av clearinghus som avser att omfatta stora delar av OTC-marknaden i syfte att minska den typ av risker som framkallades av Lehman-konkursen. Kraven på kapitaltäckning kommer sannolikt också på sikt att bli högre på OTC-instrument som inte handlas på clearinghus.

En rekommendation är att Riksgäldskontoret använder clearinghus i möjligaste utsträckning när sådana finns tillgängliga. I de fall motpartsrisiker kvarstår inom nuvarande regelverk bör detta återspeglas i de kostnadsjämförelser som görs mellan upplåning i olika instrument.

6 Strategiska positioner i utländsk valuta

Den 28 maj 2009 beslutade regeringen att ändra riktlinjebeslutet från november 2008 avseende Riksgäldskontorets mandat rörande strategiska positionen i kronor gentemot andra valutor från 15 till 50 miljarder kronor.

Strategiska positioner skiljer sig från den reguljära statsskuldförvaltningen såtillvida att det inte handlar om att hålla nere kostnaderna för statens reguljära upplåning. Istället tar Riksgäldskontoret aktiva positioner på valutautvecklingen i syfte att göra en vinst. Regeringen stipulerade i riktlinjebeslutet för 2009 att aktivt positionstagande skall tas i derivatinstrument medan detta villkor inte gällde för det utökade mandatet.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Den ovan nämnda strategiska positionen medför att den faktiska valutaexponeringen blir större än målvärdet för valutaskulden. Positionen får dock enligt riktlinjebeslutet räknas bort vid beräkning och styrning av valutaskuldens andel.

Beslutet reser flera frågeställningar. Den första är grundläggande och rör Riksgäldskontorets roll. Kontoret ges ett uppdrag att agera på valutamarknaden med begränsad koppling till deras huvudsakliga verksamhet, låt vara att det finns stora likheter i själv utförandet. Huvudfrågan blir om Riksgäldskontoret skall ta stora positioner på hur valutakurser utvecklas.

En närliggande fråga är under vilka former Riksgäldskontoret skall agera vad gäller strategiska positioner. En tredje frågeställning rör motiveringen av regeringens beslut och vilken betydelse den har för Riksgäldskontorets agerande.

Den primära frågeställningen är huruvida regeringen överhuvudtaget skall ge Riksgäldskontoret möjligheten att ta stora positioner. Man skulle kunna argumentera att sådana positioner knappast kan sägas rymmas inom den vanliga förvaltningen av statskulden utan snarare får betraktas som en påbyggnad. Enkelt uttryckt: skall Riksgäldskontoret försöka tjäna pengar (åt skattebetalarna) genom att ta positioner på framtida valutakursrörelser? Den typen av förvaltning är relativt ovanlig hos andra statskultsförvaltare.

Riksgälden har dock, till skillnad mot många andra skuldkontor, ett mål att ha 15 procent av statskulden i utländsk valuta. Genom att öka valutaexponeringen under perioder med extremt svag krona blir valutaupplåningen och därmed kostnaderna för statskulden som helhet lägre. Detta var mycket tydligt under perioden när valutaskulden amorterades från drygt 30 till 15 procent. Genom att upphöra eller dra ned på amorteringarna när kronan var mycket svag så kunde staten undvika stora valutakursförluster på sina valutalån. Principen är densamma idag även om valutaskulden som andel ligger fast.

Riksgälden kan hantera valutaexponeringen antingen genom att direkt ta upp valutalån eller genom att göra derivattransaktioner som swappar eller valutaterminer för att uppnå samma exponering. Genom att använda derivat uppnås en större flexibilitet och ett större fokus på de kostnader som kan uppkomma via växelkursrörelser. Användandet av derivat gör det möjligt att också tidsmässigt separera de underliggande lånen från beslut som emanerar från bedömningar av växelkursrörelser. Denna separation av upplånings- och exponeringsbeslut innebär emellertid inte att det blir en löst påhängd verksamhet. Den tydliggör dock att valutakursbesluten görs fristående.

Man kan konstatera att Riksgäldskontoret har en god kompetens avseende valutafrågor då valutalån är en integrerad del i deras verksamhet. Riksgäldskontorets aktiva förvaltning är omgärdad av regler som först regeringen och sedermera Riksgäldskontorets styrelse fattar beslut om. Förvaltningen begränsas inte till utvecklingen av kronan mot andra valutor utan positioner tas i många olika valutar.

Regeringen motiverar beslutet om ökat positionstagande utifrån målet om långsiktig kostnadsminimering. Det är tveksamt om ett aktivt positionstagande som är fristående från den ordinarie förvaltningen av statskulden kan betraktas som kostnadsminimering. Det handlar snarare om att öka intäkterna via en sidoverksamhet. Språkbruket är måhända accepterat av dem som sysslar med frågor kring statskultsförvaltning. Icke desto mindre kan det leda tankarna fel utanför denna inre krets. Regeringen bör vara tydligare med om vad det är för verksamhet de ger Riksgäldskontoret tillstånd till.

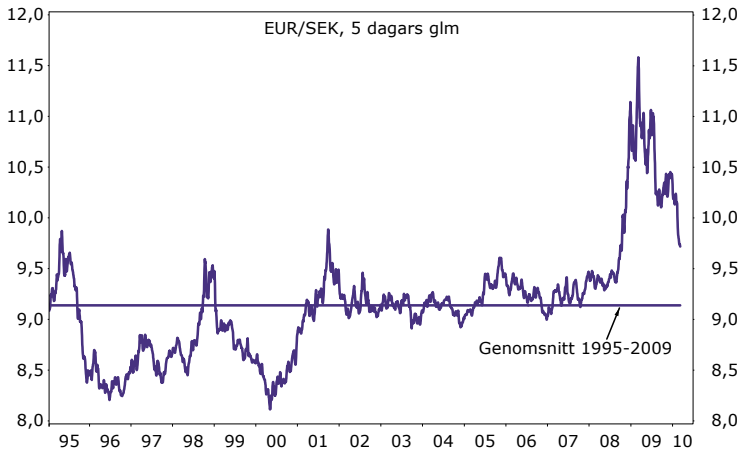
Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Det vore önskvärt med en större tydlighet i beslutsprocessen om att strategiska positioner innebär ett aktivt risktagande.

Frågan om Riksgäldskontoret skall ta valutapositioner kan ses mot bakgrund av resultatet av deras verksamhet. Sedan 1992 har den reguljära aktiva förvaltningen uppnått en kostnadsbesparing (eller snarare en intäktsökning) på drygt 12 miljarder kronor. Därtill har större strategiska positioner tagits vid två tidigare tillfällen. En som togs i dollarn mot euron under 2008 avslutades 2009 med ett positivt resultat på ca 2,5 miljarder kronor. Med start år 2000 togs en liknande position som avslutades med en vinst på 4,5 miljarder kronor. Sammantaget har således dessa två strategiska positioner inneburit en vinst på 7 miljarder kronor. Totalt handlar det således om 19 miljarder kronor, en ansenlig summa.

Det finns således en historia som talar för att ge Riksgälden ett utökat mandat om det finns anledning att tro på osedvanligt stora möjligheter att ta positioner som kan förväntas ge god avkastning. Många aktörer på valutamarknaden tenderar att ha en mycket kortsiktig placeringshorisont vilket bidrar till att valutor under lång tid kan avvika från vad som bedöms vara ett jämviktsvärde. De största avvikelserna från långsiktiga jämviktsvärden sker vanligtvis i orostider då kortsiktiga kapitalflöden får ett betydande genomslag på prisen. Riksgäldskontorets analys om att kronan var svag, speciellt emot euron, och kunde förväntas stärkas delades av de flesta, om inte av alla, långsiktiga bedömare.

Kronan var undervärderad, speciellt mot euron



Riksgäldskontoret har den långsiktighet som är en bristvara på marknaden. Därigenom kan kontoret till och med bidra till att förbättra valutamarknadens funktionssätt genom att ta strategiska positioner. Med ett långsiktigt perspektiv finns det stor anledning att förvänta sig att de strategiska positioner som Riksgäldskontoret tagit under 2009 kommer att ge en god avkastning, även om det alltid finns risker för kortsiktiga bakslag.

I slutändan skall Riksgäldskontorets höga kompetens och goda resultat vägas mot den risk som man ikläder sig när man tar aktiva valutapositioner som inte har direkt beröring med den reguljära statskuldsförvaltningen.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Beslutet att ta en strategisk position bedöms ge ett betydande positivt bidrag, den orealiserade vinsten uppgick vid utgången av februari 2,8 miljarder kronor¹.

Argumenten bakom beslutet bedöms som korrekta, kronan var extremt svag i förhållande till det ekonomiska läget i Sverige och en normalisering av de finansiella marknaderna och konjunkturläget skulle medföra en normalisering även av den svenska kronan. Utvecklingen hitintills tyder också på att regeringen och Riksgäldskontoret gjorde en riktig analys.

En frågeställning i detta sammanhang är om avvägningen mellan regeringens och Riksgäldskontorets roller i beslutsprocessen är den rätta. Riksgäldskontoret fick i de ordinarie riktlinjerna för 2008 och 2009 rätt att ta aktiva positioner för att, med beaktande av risk, sänka kostnaderna för statsskulden. Omfattningen begränsades genom att positionstagandet inte fick överskrida 600 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.

Riksgäldskontoret har således rätt att ta mindre positioner för att reducera kostnaderna för statsskuldförvaltningen, eller på samma sätt som för de strategiska positionerna, ta aktiva positioner för att tjäna pengar på kursrörelser. Under förutsättning att man accepterar att Riksgäldskontoret skall få ta större risker vid exceptionella förhållanden bör frågan om delegering diskuteras.

När kronans försvagning blev så extrem att Riksgäldskontoret ville utöka sina positioner mer än vad det tilldelade riskmandatet medgav var de tvingade att lämna ett förslag till regeringen som efter att ha utrett ärendet beslutade att ge Riksgäldskontoret rätt att öka mandatet för strategiska positioner i kronor gentemot andra valutor från 15 till 50 miljarder kronor. Riksgäldskontorets förslag inlämnades den 13 maj och regeringens beslut togs den 28 maj. Det har dock framkommit att informella diskussioner i frågan fördes mellan tjänstemän på finansdepartementet och Riksgäldskontoret i slutet av mars. Vid det senare tillfället låg kronan i ca 11,00 kronor mot euron för att förstärkas till 10,53 vid det tillfälle regeringens beslut togs. Det skall dock påpekas det var flera orsaker till varför Riksgälden dröjde med en ansökan om att ta en strategisk position på valutamarknaden. En sådan var en diskussion om Riksbanken skulle utöka valutarreserven vilket skulle innebära att Riksgäldskontoret skulle stå för upplåningen. En annan utestående frågeställning var ett eventuellt behov av att kapitalisera bankerna vilket också skulle medföra ett högre upplåningsbehov.

Beslutsprocessens tidsutdräkt medförde i detta fall, har det visat sig med facit i hand, att den mest gynnsamma tidpunkten inte kunde utnyttjas för den strategiska positionen. Att ta aktiva positioner på valutarörelser handlar till en inte ringa del om att välja rätt tidpunkt. Om det tar lång tid från tanke till handling så riskerar gynnsamma tillfällen att försvinna eller åtminstone att bli något mindre gynnsamma. En grov beräkning av Riksgäldskontoret visar att en tidigareläggning av kontorets strategiska position med två månader hade medfört en vinstökning med ca 400 miljoner kronor vid förgående årsskifte². Beräkningen utgår ifrån att positionen skulle byggts upp gradvis, precis som var fallet i verkligheten.

Det skall emellertid betonas att det inte går att avgöra när de strategiska positionerna skulle ha tagits om Riksgäldskontoret hade haft större manöverutrymme. Beräkningen påvisar bara

¹ Därtill fanns vid samma tidpunkt en orealiserad vinst på 1,6 miljarder kronor från investeringen på 15 miljarder kronor som genomförts inom ramen för det ursprungliga mandatet.

² Beräkningen utgår ifrån att positionerna skulle ha tagits under april-september istället för under juni-november. Positionerna har tagits gradvis varför man i beräkningen i stort sett har bytt de faktiskt tagna positionerna i oktober-november mot tänkta positioner i april-maj.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldspolitiken åren 2008 och 2009

vilka magnituder det kan handla om. Icke desto mindre reser det frågan om beslutsprocessen kan förenklas.

Regeringen rekommenderas överväga att ge ett vidare mandat till Riksgäldskontoret med avseende på strategiska positioner. Det bakomliggande syftet vore att minska ledtiderna i beslutprocessen och därigenom ge Riksgäldskontoret bättre möjligheter att utnyttja gynnsamma marknadstillfällen.

Regeringens beslut i maj 2009 gav Riksgäldskontoret ett utökat mandat att ta strategiska positioner i kronor gentemot andra valutor. I motiveringen till beslutet skriver regeringen ”Det ytterligare positionsutrymmet på 35 miljarder kronor ger Riksgäldskontoret möjlighet att utnyttja den potential för sänkta upplåningskostnader som nuvarande kronkurs i förhållande till euron innebär”. En sådan skrivning kan upplevas som en riktlinje för hur Riksgäldskontoret skall positionera sig. Regeringen må ha allmän kompetens om valutaläget men den specifika kompetensen återfinns hos Riksgäldskontoret. Regeringens beslut bör därför begränsa sig till vilka risker som Riksgäldskontoret får ta med skattebetalarnas medel. Riksgäldskontoret bör inom dessa ramar självständigt bestämma över vilka positioner de skall ta. Det är därför viktigt att regeringen bemödar sig om att undvika skrivningar som riskerar att styra Riksgäldskontorets positionstagande när det gäller valet av valutor.

En rekommendation är att regeringen är tydligare med vad den beslutat och som därmed styr Riksgäldskontoret och vad som kan betraktas som allmänt underlag till beslutet och inte utgör en riktlinje för Riksgäldskontorets agerande.

7 Aktiv förvaltning i utländsk valuta – externa förvaltare

Den aktiva förvaltningen i utländsk valuta är omgärdad av regler för hur stort risktagandet får vara. Det totala risktagandet får inte överstiga 600 miljoner kronor mätt som en daglig Value-at-risk. För att diversifiera förvaltningen samt få en uppfattning om den egna förvaltningens effektivitet anlitar Riksgäldskontoret även externa förvaltare.

Under granskningsperioden uppgick resultatet till ca 0,5 miljarder kronor per år vilket ligger klart över det långsiktiga genomsnittet. Ungefär 72 procent av resultatet uppkom i Riksgäldskontorets egna verksamhet och resten genom de externa förvaltare som Riksgäldskontoret utnyttjar sig av. I relation till förvaltad belopp så var de externa förvaltarna mer lyckosamma. Ett övågt genomsnitt för 2008-2009 ger en avkastning på 0,46 procent för de externa förvaltarna mot 0,21 procent för Riksgäldskontorets egen förvaltning.

Den aktiva förvaltningen har betydande frihetsgrader. Det framgår bland annat av att Riksgäldskontorets dominerande position 2008 var köp av dollar mot pund och euro. För 2009 var det norska kronor mot euro som var den överlägset mest framgångsrika positionen.

Om det över tiden visar sig att de externa förvaltarna stadigvarande redovisar ett bättre resultat får Riksgäldskontoret överväga att utöka deras andel av förvaltningen. Det skulle dock se märkvärdigt ut om svenska staten hade en större extern förvaltning än egen verksamhet inom detta område.

8 Marknadsvård

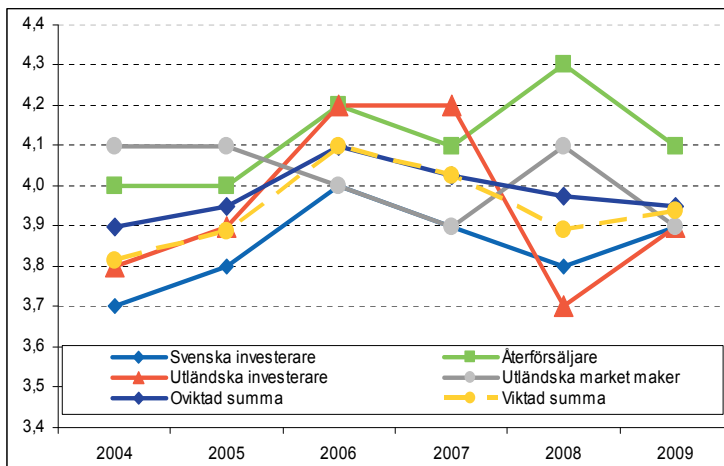
I detta avsnitt behandlas Riksgäldskontorets marknadsvård utan att ifrågasätta avvägningen gentemot flexibilitet och kostnadsminimering. Den frågeställningen återkommer i avsnitt 10.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Marknadsvård är en del av en långsiktig strategi som syftar till att marknaden skall vara attraktiv, transparent, öppen och likvid. I slutändan skall detta medföra låga upplåningskostnader. Det handlar bland annat om att ha förutsägbara upplåningsplaner både vad gäller volymer och tidpunkt för emissioner. Vidare försöker Riksgäldskontoret öka likviditeten genom att koncentrera upplåningen till en fåtal benchmarklån samt att ha repofaciliteter och byten av lån.

Riksgäldskontoret undersöker själva hur stort förtroende marknaden har för deras arbete. En gång om året gör Prospera å deras vägnar en undersökning bland svenska och utländska aktörer, sammanlagt handlar det om ca 75 personer. Prospera ställer en mängd frågor och lägger samman svaren till ett viktat profilvärde för respektive grupp. Därutöver har utredningen lagt samman dessa fyra gruppbaseade mått till två generella mått, ett oviktat och ett viktat utifrån fördelningen av antalet tillfrågade år 2008. Enligt Prospera tolkas värden över 4 erfarenhetsmässigt som utmärkta medan värden under 3 betraktas som underkända.

Undersökningen visar på en uppåtstigande trend i förtroendet från 2004 till 2006. Från och med 2007 har förtroendet minskat även om nivån fortfarande är relativt hög, nära 4. Under 2009 minskade den oviktade summan ytterligare medan den viktade summan återhämtade sig något. Skillnaden i trend hänger samman med att förtroendet minskade bland återförsäljarna men ökade bland institutionella investerare och de senare vägde tyngre då de utgjorde nästan $\frac{3}{4}$ av urvalet.

Förtroendet för Riksgäldskontoret

Viktade summor enligt 2008 års urval

De delområden där Riksgäldskontoret tappade i förtroende under 2008 var främst ”bra kontakt” en undergrupp i området kommunikation och ”realobligationer” en undergrupp i området upplåning. Under 2009 registrerades den största nedgången i kontakt med utländska market makers.

Som ett led i utvärderingen av marknadsvård har sex representanter för de fyra svenska storbankerna intervjuats. Bilden av Riksgäldskontoret är generellt positiv, och enligt några

Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldspolitiken åren 2008 och 2009

aktörer mycket positiv. Framförallt ansågs kontorets tydlighet och förutsägbarhet värdefull. Flera aktörer nämnde betydelsen av att det var så lätt att ta kontakt med Riksgäldskontoret för att klargöra eventuella oklarheter samt att medarbetarna överlag var marknadsmässiga och lyhörda. Riksgäldskontorets deltagande på internationella investerarräffar var mycket uppskattad. Viss kritik framkom beträffande agerandet på swapmarknaden och vissa byten av obligationer. I sådana lägen kan det handla om ett motsatsförhållande mellan två parter i en affär varför det är svårt att utvärdera den typen av kritik.

Marknadsaktörerna är generellt nöjda med Riksgäldskontorets insatser under krisen efter Lehman. Det framgår av såväl den undersökning som Prospera genomfört som av de intervjuer som utredningen genomfört. Ett genomsnitt av de fyra gruppernas medelvärde i Prosperas undersökning avseende Riksgäldskontorets emissioner av extra statskuldväxlar uppgår till 4,2, vilket är ett gott betyg. Det finns dock enstaka kritiska röster på marknaden som hävdar att utbudet av statskuldväxlar gjorde andra papper svårare att sätta/sälja, dvs. försämrade kreditillgängligheten för en del andra aktörer. Därtill innebar möjligheten att repa in svårsålda bostadsobligationer från dem som köpte statskuldväxlar ett implicit statsstöd till medverkande banker. Den kritiken får vägas emot det faktum att marknadsfunktionssätt förbättrades markant.

Beträffande upptagandet av det 30-åriga lånet finns en diskrepans mellan Prosperas undersökning, där Riksgäldskontoret och återförsäljarna fick betyget 3,3 vilket får betraktas som mindre gott, och de intervjuer som utredningen själv genomförde där omdömet var betydligt mer positivt. Ett problem med Prosperas enkät är att Riksgäldskontoret och återförsäljarna betygsattes tillsammans varför det är svårt att särskilja deras insatser.

Sammantaget kan det konstateras att förtroendet för Riksgäldskontoret minskat en aning från en hög nivå under granskningsperioden enligt de undersökningar som Prospera genomfört. Bilden som framkommit av de intervjuer som genomförts av utredaren är något mer positivt vad avser Riksgäldskontorets agerande under de två turbulenta år som granskningen avser.

9 Slutsatser beträffande riktlinjerna

I granskningsuppdraget ingår att utvärdera de fyra beslut om ändrade riktlinjer som regeringen tagit under 2008-2009. Det första beslutet togs den 28 augusti 2008. Regeringen ändrade då beslutet från hösten 2007 om att valutaskulden skulle amorteras med 40 miljarder kronor under 2008. Istället skulle andelen valutaskuld uppgå till 15 procent av statsskulden.

Beslutet får betraktas som en självklarhet då det långsiktiga målet för valutaskulden har varit att uppgå till just 15 procent av statsskulden. Andelen var dock betydligt högre när det målet etablerades inför år 2007. Sedan dess har det årliga beslutet handlat om i vilket takt som Riksgäldskontoret skall närma sig målet. Inför år 2008 bestämde regeringen att Riksgäldskontoret skulle amortera 40 miljarder kronor under året, med en möjlighet att avvika med ± 15 miljarder kronor. När försäljningen av Vin & Sprit AB inbringade motsvarande ca 50 miljarder kronor i utländsk valuta uppnåddes det långsiktiga målet på 15 procents valutaskuld. Som en direkt konsekvens därav ändrades riktlinjerna för Riksgäldskontoret till att upprätthålla det uppnådda målet om 15 procent.

Riktlinjeförändringen till att styra valutaskulden som en andel av statsskulden var en naturlig konsekvens av att försäljningsintäkterna i utländsk valuta blev större än väntat. Då försäljningsprocesser är svåra att bestämma såväl tidsmässigt som nivåmässigt kan regeringen inte på förhand beräkna dessa med någon exakthet. Möjligen skulle regeringen

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

redan i riktlinjebeslutet hösten 2007 kunnat skriva in att Riksgäldskontoret skulle övergå till att styra efter det långsiktiga målet ifall det skulle nås under året.

Den 29 oktober 2008 gav regeringen Riksgäldskontoret rätt att ha lån utestående till maximalt 200 miljarder kronor i syfte att tillgodose behovet av statslån med olika löptid. Beslutet rättfärdigade, i efterskott, Riksgäldskontorets åtgärd att ge ut extra emissioner av statsskuldväxlar när det på grund av den finansiella oron blev en brist på korta statspapper på den svenska marknaden.

Dagarna efter Lehman-konkursen fungerade de finansiella marknaderna extremt illa såväl globalt som i Sverige. Många investerare skydde alla papper med någon risk, även så pass i grunden säkra papper som svenska bostadsobligationer. Istället sökte investerare de säkraste av säkra och mest likvida papper, statsskuldväxlar. Efterfrågan på statsskuldväxlar var större än vad Riksgäldskontoret kunde hantera inom sitt vanliga system med marknadsvårdande repor. Räntemarknaden riskerade att haverera med svåröverskådliga konsekvenser.

I detta läge tog Riksgäldskontoret, efter samråd med Riksbanken, beslutet att ge ut extra emissioner av statsskuldväxlar. På kort tid lånades mer än 120 miljarder kronor upp i extra auktioner. Dessa medel placerades företrädesvis i säkerställda bostadsobligationer med samma löptid som statsskuldväxlarna. Genom kontorets åtgärder mildrades oron för att det inte skulle finnas likvida medel att tillgå samtidigt som bankernas och bostadsinstitutens finansiering underlättades.

Det har aldrig prövats om Riksgäldskontoret hade lagstöd för sin aktion när den genomfördes. Riksgäldskontoret skriver själva i sin rapport "Underlag till utvärdering av statsskultsförvaltningen 2008 och 2009" att de inte hade lagstöd att ge ut statsskuldväxlar som inte behövdes för att finansiera statens upplåningsbehov utan handlade om en extrem form av marknadsvård. I efterskott antog riksdagen en ändring i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning som gav ett retroaktivt stöd för Riksgäldskontorets agerande.

Läget på de finansiella marknaderna var exceptionellt vid den rådande tidpunkten. Genom Riksgäldskontorets insats förbättrades likviditetssituationen betydligt och marknaden fungerade hjälpligt igen. Det visade också att myndigheterna var redo att hantera uppkomna problem vilket i sig hade en lugnande effekt med tanke på den osäkerhet om den framtida marknadsutvecklingen och likviditetssituationen som fanns vid den tidpunkten.

Det kan vidare i sammanhanget noteras att insatserna inte medförde några statsfinansiella kostnader. Tvärtom så placerades medlen till högre ränta varför åtgärderna i slutändan, enligt Riksgäldskontorets beräkning, genererade en vinst på 175 miljoner kronor.

Det rådde en exceptionell turbulens på de finansiella marknaderna i bakvattnet av Lehman-konkursen. Trots att det fanns en osäkerhet om den exakta gränsen för vad Riksgäldskontoret hade lagstöd för genomfördes i ett utsatt läge åtgärder som fick stor betydelse för att dämpa den extremt höga oro som styrde investerarnas agerande vid den tidpunkten samt att främja likviditeten och marknadens funktionssätt. Även om det fanns vissa nackdelar med de åtgärder som genomfördes är det utredarens slutsats att Riksgäldskontorets agerande inte bara var lovvärt utan i högsta grad berömvärt. Regeringens beslut om ändrade riktlinjer i detta avseende, och riksdagens lagändring, bekräftade att Riksgäldskontorets åtgärder var rimliga och riktiga.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Den 12 mars 2009 beslutade regeringen att riktvärdet för den nominella kronskulden temporärt skulle upphävas om Riksgäldskontoret valde att emittera en obligation med lång löptid. Detta beslut har granskats i avsnitt 3.2, och läsaren hänvisas dit.

Den 28 maj 2009 beslutade regeringen att mandatet för Riksgäldskontorets strategiska positioner i kronor skulle utökas från 15 till 50 miljarder kronor. Detta beslut har granskats i avsnitt 6, och läsaren hänvisas dit.

10 Vidare ramar

En generell frågeställning som berörts vid flera tillfällen är avvägningen mellan marknadsvård, flexibilitet, kostnadsminimering och möjligheten att tjäna pengar på aktiv förvaltning. Ätminstone de tre förstnämnda begreppen används i princip i samma andetag trots att det emellanåt kan finnas en motsättning dem emellan. Marknadsvård innebär bland annat förutsägbarhet och tydlighet vilket sätter vissa ramar för flexibiliteten. På samma sätt är det uppenbart att kostnadsminimering och marknadsvård inte alltid behöver gå hand i hand. Dessa inneboende konflikter framkommer sällan i diskussionen om statskuldsförvaltningen.

Som berörts i avsnitt 6 och 7 så används begreppet kostnadsminimering i sammanhang där det egentligen handlat om aktivt positionstagande. Dessa delar påminner mer om aktiv investeringsverksamhet än om traditionell skuldförvaltning. Såväl regeringen som Riksgäldskontoret och denna utredare har dragit slutsatsen att de risker som denna verksamhet är förknippade med är värda att ta med tanke på Riksgäldskontorets kompetens och påvisade resultat.

Men det reser frågan om Riksgäldskontoret borde ha större manöverutrymme i syfte att minimera kostnaderna. Ett sådant exempel såg vi i början på 2009 när Riksgäldskontoret valde att ge ut en 30-årig obligation, helt på tvärs mot löptidsmålet (som dock ändrades innan lånet togs). Här kom förutsägbarhet och löptidsmål i andra hand medan kostnadsminimering tog över. Det fanns dock en efterfrågan på en lång statsobligation från institutionella placerare så delvis handlade det om marknadsvård. Ett tyngre fokus på kostnadsminimering skulle innebära att Riksgäldskontoret i större utsträckning riktade in sig på att gripa tillfällen att låna billigt, snarare än att följa en tydlig tidsplan för upplåningen. I vissa skeden kan kortsiktig kostnadsminimering och marknadsvård ge motstridiga signaler.

I riktlinjebeslutet för 2008 (sid. 28-29) skriver regeringen ”Riksgäldskontoret har (därför) i uppgift att genom marknads- och skuldsvård förbättra marknadens funktion i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk. Denna uppgift får dock inte medföra att målet om kostnadsminimering åsidosätts”. Skrivningen undviker att konkret ta ställning i frågan om avvägning mellan marknadsvård och kostnadsminimering. Den prövningen överlämnas därmed till Riksgäldskontoret. Riksgäldskontorets hållning är att marknadsvård är ett sätt att uppnå långsiktig kostnadsminimering. Därmed har eventuella motsättningar mellan kortsiktig kostnadsminimering och marknadsvård fallit bort.

En central framtida avvägning tycks stå mellan dagens arbetssätt och en modell där mer ansvar delegeras till Riksgäldskontoret. Nuvarande system ger Riksgäldskontoret ett relativt begränsat manöverutrymme på kort sikt men goda möjligheter att löpande be regeringen om ändrade riktlinjer. Hitintills har Riksgälden fått bra gehör för sina förslag så över tiden har kontoret ett betydligt större manöverutrymme än vad de årliga riktlinjebesluten ger intryck av.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

Nackdelen med nuvarande system är att det riskerar att bli lite snävt och stelt i vissa lägen. Styrningen fungerar som bäst under ordnade förhållanden. När lånebehovet inte är speciellt stort och utvecklas i linje med prognoserna kan Riksgäldskontoret arbeta efter sina långsiktiga planer som då är i överensstämmelse med riktlinjerna.

Problemen uppstår när ingångsvärdena bakom riktlinjebeslutet inte gäller längre. Det kan handla om storleken på lånebehovet eller utvecklingen på marknaden. När finansiella marknader är i olag, som under granskningsperioden, förändras förutsättningarna radikalt vilket kan få återverkningar på statsskuldspolitiken och den praktiska tillämpningen. Under granskningsperioden ansökte Riksgäldskontoret fyra gånger om ändrade riktlinjer. Blickar vi framåt så kan löptidsstyrningen tvinga Riksgäldskontoret till att bestämma val av instrument och löptid långt innan den faktiska tidpunkten för upplåning. Möjligheterna att ta upp lån till gynnsamma villkor kan kräva tillstånd av regeringen. Upptagande av strategiska positioner kan försenas med risk för sämre ekonomiskt utfall som följd.

Men även mer gynnsamma yttre förhållanden kan skapa problem med nuvarande styrsystem. I perioder med stora överskott i de offentliga finanserna, speciellt om de kompletteras med betydande privatiseringsintäkter, minskar Riksgäldskontorets handlingsutrymme och det kan bli svårt att nå målen vad gäller skuldandelar och löptid.

En fördel med nuvarande system är att Riksgäldskontoret tvingas föra fram sina argument i offentlighetens ljus vilket bör leda till en bättre intern kvalitetskontroll. Genom att Finansdepartementet synar argumenten och kan inhämta synpunkter från andra aktörer sker det också en extern kvalitetskontroll av Riksgäldskontorets förslag.

En alternativ modell skulle vara att skapa mer flexibilitet i statsskuldförvaltningen. Det handlar bland annat om att skapa möjligheter för Riksgäldskontoret att självständigt genomföra åtgärder av den typen de gjort under granskningsperioden men som hitintills har krävt nya regeringsbeslut. Syftet vore att ge större utrymme till Riksgäldskontoret att enklare och snabbare ta tillvara på de möjligheter att minimera kostnaderna, alternativt öka intäkterna i verksamheten, som uppstår på marknaderna³. Det skall dock framhåvas att det inte är självklart att ett snabbt beslut leder till bättre utfall, det beror naturligtvis på hur marknaden utvecklas. Ur ett renodlat marknadsperspektiv torde det i alla fall vara en tydlig fördel med kortare ledtider i beslutsprocessen.

Man skall inte överdriva skillnaderna mellan dessa alternativ. I grunden innebär bägge att regeringen ställer upp mål och ramar för statsskuldförvaltningen. Inom dessa ramar sköter Riksgäldskontoret den praktiska tillämpningen. Sedan handlar det om hur stort manöverutrymme Riksgäldskontoret skall tilldelas genom riktlinjebeslutet och vilken vikt som läggs vid att regeringen skall tillfrågas när förutsättningarna förändrats.

Fördelarna i form av högre flexibilitet och större möjligheter att minimera upplåningskostnaderna, samt att ta fördelaktiga positioner, måste vägas mot värdet av att regeringen analyserar och värderar enskilda ändringsförslag som Riksgäldskontoret lägger fram. Om riktlinjerna ger Riksgäldskontoret ökade ramar bör det kompletteras med en tydlig beskrivning av under vilka omständigheter som manöverutrymmet kan utnyttjas fullt ut. Det

³ Räntan på det 30-åriga lånet blev 3,75 procent. Regeringen tog beslut om ändrade riktlinjer den 12 mars och lånet togs den 30 mars. Om Riksgäldskontoret istället tagit upp lånet vid tiden för regeringsbeslutet så tyder utvecklingen av tio-års räntan på att lånet skulle kunna ha tagits till ca ¼ procentenhet lägre ränta. Över en 30 års period skulle det i så fall ha medfört 2 850 miljoner kronor i lägre räntekostnad.

Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009

gäller framförallt vid upptagandet av strategiska positioner. Här har trots allt Riksgäldskontoret en särställning i myndighetssfären, de har idag satsat 48 miljarder kronor på en kronförstärkning. Ett mer flexibelt system ställer vidare större krav på utvärderingsprocessen.

Nuvarande styrsystem får på ett allmänt plan betraktas som onödigt stelt och medför att Riksgäldskontoret måste be om ändrade riktlinjer när marknadsförutsättningarna ändras radikalt. Regeringen rekommenderas att överväga att ge Riksgäldskontoret ett större manöverutrymme i de ordinarie riktlinjerna. En sådan förändring bör åtföljas av tydliga beskrivningar om under vilka omständigheter det större utrymmet kan utnyttjas samt av en större betoning på utvärderingen av sådana beslut.

*Bilaga: Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken åren 2008 och 2009***Bilaga 1. Uppdragsbeskrivning****Uppdragsbeskrivning – granskning av statsskuldspolitiken**

Senast den 25 april 2010 ska regeringen lämna en skrivelse till riksdagen innehållande utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning för åren 2005–2009. Utvärderingen bör innehålla en extern granskning.

Uppdraget till den externa granskaren är att:

- analysera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldförvaltningen under 2008 och 2009 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet samt,
- utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaså med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.

Den externa granskningen ska göras med utgångspunkt från det övergripande målet för statsskuldspolitiken: *att statens skuld ska förvaltas så att kostnaderna för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas (se lagen [1988:1387] om statens upplåning och skuldförvaltning)*. Granskningen bör främst göras på grundval av den information som fanns tillgänglig vid beslutstillfällena.

Bakgrunden till de beslut som ska granskas

Hösten 2007 var de statsfinansiella utsikterna goda och statsskulden väntades minska i snabb takt. Ett år senare var situationen en annan, med internationell finanskris och stor osäkerhet kring statsfinansernas utveckling. För att anpassa styrningen till den nya miljön beslutade regeringen att göra ändringar och tillägg i riktlinjerna för statsskuldförvaltningen. För åren 2008 och 2009 har följande beslut fattats inom statsskuldspolitikens område.

- Riktlinjer för 2008 (071115)
- Ändringsbeslut, andelsstyrning (080828)
- Ändringsbeslut, extraemissioner (081029)
- Riktlinjer för 2009 (081113)
- Ändringsbeslut, upphävt löptidsriktvärde nominell skuld (090312)
- Ändringsbeslut, utökat positionsmandat (090528)

Uppdraget till granskaren är att analysera och bedöma om besluten utformats och tillämpats på ett sådant sätt att det varit till gagn för måluppfyllelsen på området. Granskningen ska främst fokusera på beslut avseende löptiden och skuldens andelar, då dessa båda parametrar har störst betydelse för avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldförvaltningen.

Avrapportering

Arbetet ska avrapporteras i form av en skriftlig rapport senast den 19 mars 2010. Under genomförandet ska minst tre avstämningsmöten hållas.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 14 april 2010

Närvarande: statsråden Odell, ordförande, Ask, Husmark Pehrsson, Larsson, Torstensson, Hägglund, Carlsson, Littorin, Borg, Adelson, Liljeroth, Tolgfors, Krantz, Ohlsson

Föredragande: statsrådet Odell

Regeringen beslutar skrivelse 2009/10:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2005–2009