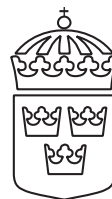


Regeringens skrivelse

2019/20:104



Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2015–2019

Skr.
2019/20:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 16 april 2020

Stefan Löfven

Per Bolund
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen utvärderar regeringen statens upplåning och skuldförvaltning under perioden 2015–2019. Utgångspunkten för utvärderingen är 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 avser såväl regeringens styrning som Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Målet för statsskuldspolitiken är långsiktigt och utvärderas därför över rullande femårsperioder. Skrivelsen ska överlämnas till riksdagen senast den 25 april vartannat år.

Under utvärderingsperioden minskade den okonsoliderade statsskulden från 1 403 miljarder kronor vid början av 2015 till 1 113 miljarder kronor vid slutet av 2019. Mätt som andel av BNP minskade skulden från 33 till 22 procent av BNP, vilket är den lägsta nivån sedan mitten av 1970-talet. Vidareutlåning till Riksbanken utgjorde 193 miljarder kronor av statsskulden. Såväl korta som långa statsräntor har varit historiskt låga, och även negativa. Både räntan för den 10-åriga nominella statsobligationen och 3-månaders statsskuldväxlar har fallit under utvärderingsperioden. Den svenska kronan har försvagats med ca 14 procent i förhållande till de valutor som valutaskulden varit exponerad mot. De senaste tjugo åren har Sverige successivt förbättrat de offentliga finanserna och därmed sänkt kostnaden för statsskulden. Den globala och svenska räntenedgången har också kraftigt reducerat kostnaden för statsskulden.

Styrningen av statsskuldens sammansättning i termer av skuldandelar var oförändrad 2015–2019. Regeringen anser att Riksgäldskontoret har styrt den reala kronskulden och valutaskulden i enlighet med regeringens riktlinjer. Avvikelser från den långsiktiga målandelen för realskuldens andel bedöms som rimliga ur ett kostnadsperspektiv.

Under 2016–2018 förlängdes statsskuldens löptid och under 2019 breddades löptidsintervallet när löptidsstyrningen av den reala och nominella kronskulden slogs ihop. För statsskulden som helhet ökade löptiden från 3,9 till 5,2 år under utvärderingsperioden. Bakom besluten låg analyser om att kostnadsfördelen med att låna kort minskat. I riktlinjerna för 2018 avskaffades dessutom volymriktmärket för långa nominella obligationer. Sammanslagningarna av löptidsstyrningen har medfört att regeringen styr på en mer aggregerad nivå. Riksgäldskontoret ska i finans- och riskpolicyn fastslå löptiderna för respektive skuldslag. Enligt riktlinjerna ska Riksgäldskontoret transparent och tydligt redovisa sina beslut och regeringen anser att uppföljningen bör redovisas både på det sammanslagna löptidsmålet och för respektive skuldslag. Riksgäldskontorets styrning av löptiden i statsskulden har följt regeringens riktlinjer.

Regeringen bedömer att Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut har fattats i enlighet med regeringens riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet.

I den årliga undersökningen om förtroendet för upplåningsverksamheten var det sammanfattande betyget från återförsäljarna 3,9 i 2019 års undersökning. Motsvarande betyg från de svenska och internationella investerarna var 4,1 respektive 3,8. Betyget från återförsäljare var i 2019 års undersökning det lägsta under utvärderingsperioden men även betyget från internationella investerare hade försämrats i jämförelse med föregående år. Återförsäljarna upplevde den största försämringen och det var främst marknadsvård, information om realobligationer och ett konsekvent agerande som påverkade nedgången.

Upplåningen på privatmarknaden har inte bidragit till att minska kostnaden för statsskulden under utvärderingsperioden. Riksgäldskontoret beslutade därför 2016 att tills vidare inte emittera nya premieobligationer. I riktlinjerna för 2019 utgick lydelsen om upplåning på privatmarknaden. Regeringen bedömde att Riksgäldskontoret både har en möjlighet och en skyldighet att bedriva privatmarknadsupplåning om denna bedöms som effektiv utifrån det överordnade målet även utan någon specifik riktlinje för just privatmarknadsupplåningen.

Det kvantitativa målet om att positionsverksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden har inte uppnåtts, eftersom positionsverksamheten visat ett underskott under utvärderingsperioden. Förlusten återfinns framför allt i den externa förvaltningen, vilken avvecklades under det första kvartalet 2018.

I slutet av 2017 ledde en kraftigt överskattad prognos av nettolånebehovet och oväntat stora volymer marknadsvärdande repor till att Riksgäldskontoret emitterade betydligt mer statsobligationer än vad som i efterhand visade sig vara motiverat. Detta medförde att kassaöverskottet i likviditetsförvaltningen blev betydligt högre än normalt under 2017. Kassaöverskottet medförde att statsskulden redovisades som högre, allt

annat lika. Genom att Riksgäldskontoret sänkte emissionsvolymerna till den lägsta möjliga nivån, utan att riskera en alltför stor påverkan på marknadens likviditet, och använde kassaöverskottet för att refinansiera lån till Riksbanken i stället för att ge ut lån i utländsk valuta, reducerades kassaöverskottet successivt till en mer normal nivå i slutet av 2019.

Riksbanken har under hela utvärderingsperioden köpt statsobligationer i penningpolitiskt syfte. Under hela utvärderingsperioden köpte Riksbanken årligen större volymer nominella statsobligationer än vad Riksgäldskontoret emitterade. Vid utgången av 2019 ägde Riksbanken nominella statsobligationer för 290 miljarder kronor, motsvarande 51 procent av den utestående stocken, och realobligationer för 38 miljarder, motsvarande 23 procent av stocken.

Riksbankens köp av statsobligationer har inte påverkat Riksgäldskontorets låneplanering men däremot har det påverkat andrahandsmarknaden eftersom den aktivt omsatta delen av marknaden minskat. Som en följd av Riksbankens köp är det därför troligt att likviditeten i obligationsmarknaden försämrats, vilket innebär bland annat en ökad svårighet att genomföra transaktioner utan att marknadsräntorna påverkas. Riksbankens obligationsköp medför även att efterfrågan på Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor ökar.

Ekonomistyrningsverket (ESV), som Finansdepartementet anlitat som stöd för utvärderingen, konstaterar att såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt har legat i linje med det statsskuldpolitiska målet.

Innehållsförteckning

1	Mål, ramverk och process för statsskuldförvaltningen.....	5
2	Utgångspunkter för regeringens riktlinjer.....	6
2.1	Statens lånebehov.....	7
2.2	Statsskulden.....	8
2.3	Lånemarknaderna.....	12
2.4	Den svenska kronan.....	14
3	Statsskuldens kostnad och risk.....	15
3.1	Statsskuldens kostnad.....	16
3.2	Risker i statsskuldförvaltningen.....	18
4	Redovisning av regeringens riktlinjebeslut och utvärdering av Riksgäldskontorets tillämpning av besluten.....	23
4.1	Statsskuldens sammansättning – skuldandelar.....	23
4.2	Statsskuldens löptid.....	27
4.3	Marknads- och skuldvard.....	31
4.4	Positionstagande.....	34
4.5	Upplåning på privatmarknaden.....	37
4.6	Lån för att tillgodose behovet av statslån.....	40
5	Utvärdering av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning.....	41
5.1	Förvaltningsstrategier.....	41
5.2	Prognoser över nettolånebehovet.....	43
5.3	Upplåningen i sammandrag.....	46
5.4	Likviditetsförvaltningen.....	54
6	Penningpolitik och statsskuldpolitik.....	58
7	ESV:s uppföljning och regeringens kommentar till den.....	60
Bilaga	Ekonomistyrningsverkets rapport Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2015–2019.....	67
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 16 april 2020.....	139

1 Mål, ramverk och process för statsskuldskövalningen

Skr. 2019/20:104

Sammanfattning: Det politiska ansvaret för statsskuldspolitikken bygger på att målet är beslutat av riksdagen och att regeringen årligen fastställer riktlinjer för den övergripande styrningen. Riksgäldskontoret ansvarar för att upplåning och förvaltning görs inom ramen för regeringens riktlinjer och i enlighet med målet. Åtterrapporering av måluppfyllelsen lämnas till riksdagen i form av en utvärderingsskrivelse vartannat år. Räntebetalningarna på statsskulden finansieras via ett anslag som ligger utanför utgiftstaket.

Målet för statsskuldspolitikken

Målet för statsskuldspolitikken är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer (5 kap. 5 § budgetlagen [2011:203]). Innan målet infördes i budgetlagen fanns motsvarande reglering i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning. Målet infördes i lag 1998 och föranleddes av den statsfinansiella krisen under 1990-talets första hälft.

Upplåningens ändamål

Regeringen får inte utan att riksdagen har medgett det ta upp lån eller göra andra ekonomiska åtaganden för staten (9 kap. 8 § andra stycket regeringsformen). Enligt budgetlagen får Riksgäldskontoret, efter riksdagens bemyndigande och regeringens bestämmande, ta upp lån till staten för att

1. finansiera löpande underskott i statens budget och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
2. tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
3. amortera, lösa in och köpa upp statslån,
4. i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och
5. tillgodose Riksbankens behov av valutareserv.

Bemyndigandet lämnas för ett budgetår i sänder.

Processen för styrning och utvärdering

Statsskuldspolitikken har styrts och utvärderats enligt nuvarande process sedan 1998. Riksdagen har beslutat målet och regeringen fastställer i årliga riktlinjebeslut den övergripande inriktningen och avvägningen mellan kostnad och risk. Styrning- och utvärderingsprocessen kan sammanfattas enligt nedan:

- Senast den 1 oktober lämnar Riksgäldskontoret förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning till regeringen.
- Riktlinjeförslaget remitteras till Riksbanken för yttrande.

- Senast den 15 november fattar regeringen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning för kommande år.
- Under verksamhetsåret ansvarar Riksgäldskontoret för upplåning och förvaltning enligt de riktlinjer som regeringen beslutat.
- Den 22 februari tar utvärderingsprocessen formellt sin början då Riksgäldskontoret lämnar underlag för utvärdering till regeringen.
- Senast den 25 april vartannat år lämnar regeringen en utvärdering till riksdagen i form av en skrivelse.
- Från och med 2008 kompletteras utvärderingsskrivelsen med en extern granskning. Den externa granskningen innehåller, förutom en bedömning av måluppfyllelsen, i vissa fall även förslag till förändringar i styrningen.

Budgetmässig hantering av räntor på statsskulden

Räntebetalningarna på statsskulden finansieras via statsbudgetens utgiftsområde 26 Statsskulsdräntor m.m. anslag 92:1 *Räntor på statsskulden*. Den budgetpåverkande redovisningen är utgiftsmässig och baseras i princip på hur mycket ränta som betalas respektive år (kassamässigt). Upplåningstekniska faktorer gör att det ibland uppkommer variationer i betalningarna som inte kan hänföras till det enskilda årets skuld-, ränte- och valutakursförhållanden. Den kostnadsmässiga redovisningen av statsskulden, vilken påverkar statens finansiella sparande, justeras för dessa upplåningstekniska faktorer.

Utgiftsområde 26 Statsskulsdräntor m.m. ligger utanför utgiftstaket. När statsskulsdräntorna blir högre än budgeterat krävs därför inte finansiering från något annat utgiftsområde och på motsvarande sätt frigörs heller inget utrymme när statsskulsdräntorna blir lägre än budgeterat.

Riksgäldskontoret ges rätt att överskrida anslag 92:1 *Räntor på statsskulden* och anslag 92:3 Riksgäldskontorets provisionskostnader i samband med upplåning och skuldförvaltning efter ett särskilt årligt bemyndigande. Detta motiveras av att upplåningsverksamheten behöver flexibilitet för att staten i alla lägen (och i rätt tid) ska kunna fullgöra sina åtaganden.

2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer

Sammanfattning: Under utvärderingsperioden minskade den okonsoliderade statsskulden med 290 miljarder kronor, från 1 403 miljarder kronor vid 2015 års början till 1 113 miljarder kronor vid 2019 års slut. I förhållande till BNP minskade skuldandelen med 11 procentenheter från 33 till 22 procent.

Såväl korta som långa statsräntor har varit historiskt låga under utvärderingsperioden, och till och med negativa. Räntan för 10-åriga nominella statsobligationer har sjunkit från 0,92 procent vid periodens början till 0,14 procent vid periodens slut. Räntan på 3-månaders statsskuldväxlar har under samma period fallit från 0,09 procent till minus 0,35 procent. Den svenska kronan har under utvärderingsperioden försvagats med ca

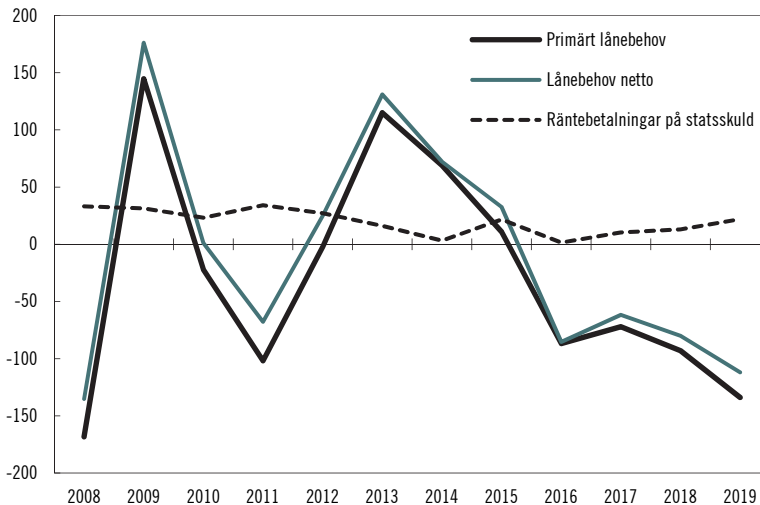
Vid utformningen av riktlinjerna beaktas statsskuldens storlek och hur skulden förväntas utvecklas de närmaste åren. Situationen på lånemarknaderna och den svenska kronans växelkurs har i vissa fall också betydelse för riktlinjernas utformning.

2.1 Statens lånebehov

Underskott i statens budget innebär att staten lånar pengar, medan överskott i budgeten används för att amortera/minska statsskulden. En mängd faktorer påverkar statsbudgetens saldo, vilket per definition är detsamma som statens lånebehov fast med omvänt tecken. Den konjunkturella utvecklingen och politiska beslut är viktiga faktorer. En stark konjunktur minskar i regel lånebehovet, eftersom skattebetalningarna ökar samtidigt som exempelvis utbetalningar för arbetslöshetsstöd minskar. När konjunkturer försvagas gäller det motsatta. Vissa år påverkas även statens lånebehov av engångsvisa händelser som försäljning av aktier i statligt ägda bolag eller genom vidareutlåning till Riksbanken.

Figur 2.1 Statens lånebehov

Miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret

En tillbakablick över de senaste åren visar att lånebehovet kan variera kraftigt mellan åren. År 2008 hade staten ett stort negativt lånebehov, dvs överskott i statens budget (figur 2.1). En stor del av överskottet kom från inkomster från försäljningen av Vin och Sprit AB och Vasakronan. Hösten 2008, när den globala finanskrisen bröt ut, skedde en kraftig inbromsning av konjunkturer och överskottet vände till ett underskott. Av den kraftiga konjunkturinbromsningen följde lägre skatteinkomster samtidigt som

Riksgäldskontoret (på grund av krisen) lånade upp motsvarande 100 miljarder kronor i utländsk valuta för att stärka Riksbankens valutaserv. Den svenska ekonomin återhämtade sig 2010 så att budgeten visade balans detta år. År 2013 steg lånebehovet igen, vilket i huvudsak berodde på att Riksgäldskontoret tog upp ytterligare 100 miljarder kronor i utländsk valuta för att förstärka Riksbankens valutaserv. År 2019 visade statens budget ett överskott (negativt lånebehov) på 112 miljarder kronor men en avmatning i ekonomin dämpade skatteinkomsterna samtidigt som budget-saldot stärktes av Riksbankens besluta att minska valutaserven och återbetalade delar av sina lån till Riksgäldskontoret.

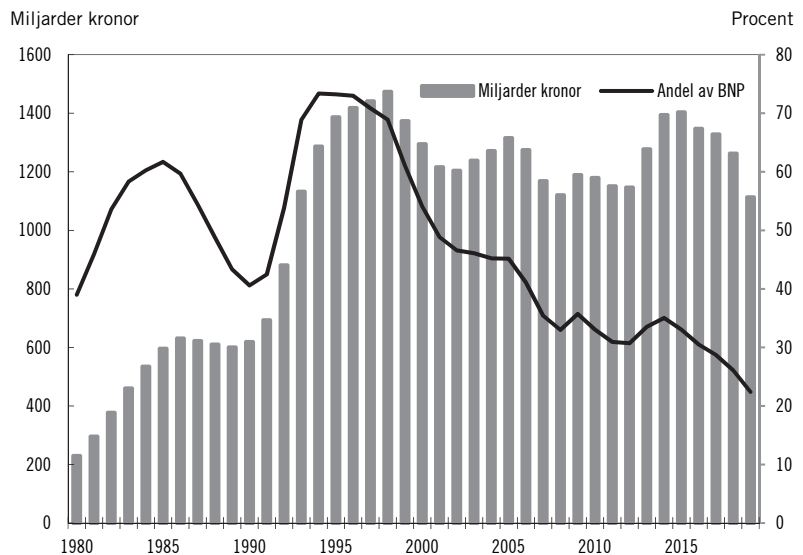
2.2 Statsskulden

Statsskulden ökar när statens budget visar underskott och minskar när budgeten visar överskott. Vidareutlåning till Riksbanken ökar i sin tur skulden, medan överskott på skattekontot minskar skulden. Historiskt har statens budget visat större underskott än överskott vilket förklarar dagens statsskuld.

Statsskuldens utveckling i ett längre perspektiv

Vid en längre tillbakablick kan konstateras att statsskulden som andel av BNP ökat kraftigt under två perioder. Mellan 1976 och 1985 ökade statsskulden från 21 till 62 procent som andel av BNP och mellan 1990 till 1994 från 41 till 74 procent av BNP. Sedan dess har endast mindre ökning skett under kortare perioder.

Figur 2.2 Okonsoliderad statsskuld



Källa: Riksgäldskontoret

Den första perioden av stigande statsskuld hade sin förklaring i höga oljepriser och dämpad internationell konjunktur. Den svenska industrin pressades av stora kostnadsökningar och försämrade konkurrenskraft (särskilt stål- och varvsindustrin). Efter flera devalveringar under 1970-talets senare hälft förbättrades exportindustrins konkurrenskraft och i början av 1980-talet vände konjunkturen uppåt. Därefter följde flera år av hög ekonomisk tillväxt och i takt med att ekonomin växte minskade statsskulden sett som andel av BNP.

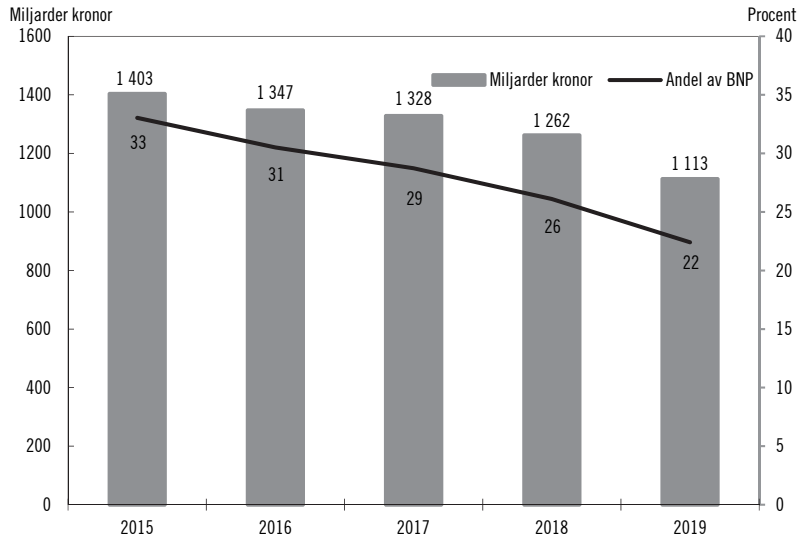
Den andra perioden av stigande statsskuld inföll under 1990-talet första hälften till följd av en inhemsk och omfattande fastighets- och finanskris. I kölvattnet av krisen följde en djup lågkonjunktur som försvagade statens finanser. Under senare delen av 1990-talet bidrog flera faktorer till att ekonomin började växa och till att statsfinanserna stärktes, bl.a. övergavs den fasta växelkurspolitiken och det kraftiga kronfallet gynnade svensk exportindustri. Intäkterna i statens budget stärktes även av försäljningar av statliga innehav och av att det nya pensionssystemet sjösattes. Dessutom vidtogs omfattande besparingsåtgärder för att stärka statens budget, och en ny budgetprocess och ett nytt budgetpolitiskt ramverk inrättades.¹

Med undantag för ett fåtal år har statsskulden som andel av BNP minskat varje kontinuerligt sedan mitten av 1990-talet. Vid en längre tillbakablick kan konstateras att statsskulden i absoluta tal nådde sin högsta nivå 1998 (ca 1 450 miljarder kronor). Som andel av BNP var nivån som högst 1994/95 (runt 75 procent).

Statsskuldens utveckling under utvärderingsperioden

Den okonsoliderade statsskulden har under utvärderingsperioden 2015–2019 minskat med 290 miljarder kronor, från 1 403 vid 2015 års början till 1 113 miljarder kronor vid 2019 års slut. Lånen till Riksbanken uttryckt i svenska kronor uppgick i slutet av 2019 till 193 miljarder kronor. Lånet ökar skulden medan överskott på skattekontot minskar skulden. Under 2019 återbetalade Riksbanken lån i utländsk valuta motsvarande 69 miljarder kronor, vilket stärkte budgetsaldot. Ställningen på skattekontot uppgick till 128 miljarder under slutet av 2019, varav Riksgäldskontoret bedömer att 70 miljarder utgörs av kapitalplaceringar och resterande del av kompletteringsinbetalningar av skatt. Som andel av BNP minskade statsskulden från 33 procent vid periodens början till 22 procent vid periodens slut, vilket är den lägsta nivån sedan mitten av 1970-talet.

¹ Utgiftstak för staten och överskottsmål för den offentliga sektorns finansiella sparande.

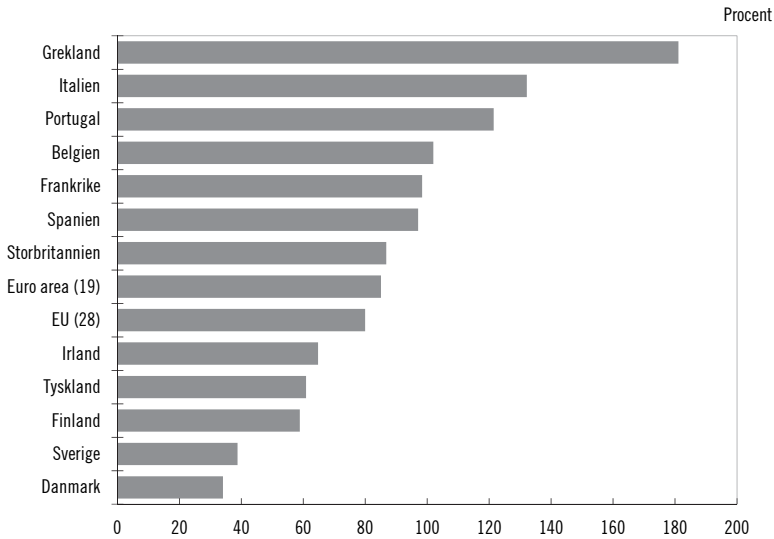
Figur 2.3 Okonsoliderad statsskuld 2015–2019

Källa Riksgäldskontoret

Maastrichtskulden

Vid jämförelse av den offentliga sektorns skuldsättning i olika EU-länder används den s.k. Maastrichtskulden. Skuldmåttet avser hela den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld. Denna skuld är större än statsskulden eftersom den innefattar hela den offentliga sektorn, det vill säga även kommuner, regioner och pensionssystemet. Den offentliga sektorn är organiserad på olika sätt i olika länder. Genom att Maastrichtskulden omfattar hela den offentliga sektorns skuldsättning ökar jämförbarhet länderna emellan.

Figur 2.4 Maastrichtskuld som andel av BNP 2018



Källa: Eurostat

För Sveriges del uppgick Maastrichtskulden till 39 procent av BNP vid 2018 års slut, vilket är det senaste utfallet. Vid samma tillfälle uppgick motsvarande andelssnitt för EU som helhet till 80 procent, dvs. dubbelt så högt som för Sverige. Den svenska statsskulden är som andel av BNP därmed att betrakta som låg ur ett såväl ett historiskt som internationellt perspektiv.

Faktaruta: Olika mått på statsskulden

Det finns flera olika mått på statsskulden. De olika måtten används i olika sammanhang beroende på måttets syfte. Det officiella måttet kallas okonsoliderad statsskuld och motsvarar den skuld Riksgäldskontoret förvaltar. I budgetpropositionen använder regeringen i huvudsak måttet konsoliderad statsskuld, vilket visar statens skuld till aktörer utanför staten. Skillnaden mellan okonsoliderad och konsoliderad statsskuld utgörs av statliga myndigheters innehav av statspapper. Både okonsoliderad och konsoliderad statsskuld visar statens framtida åtaganden i termer av summerade nominella slutbelopp för Riksgäldskontorets utestående låneinstrument, med respektive utan myndigheternas innehav.

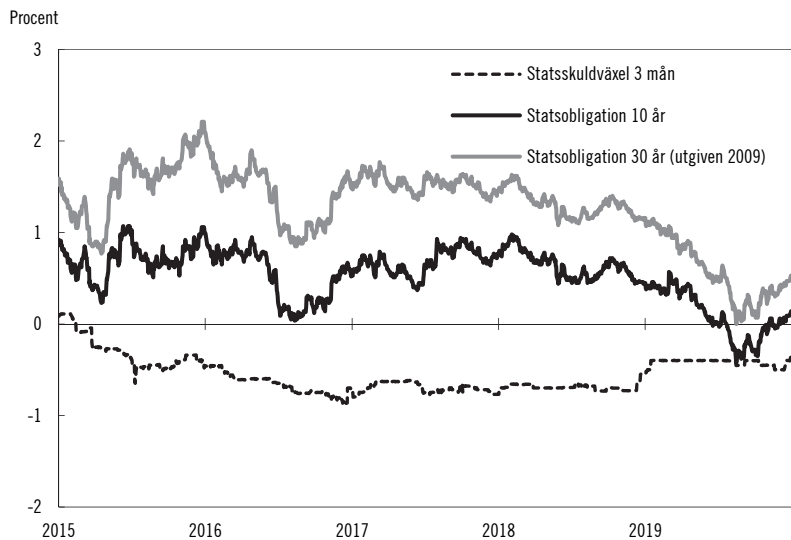
För styrning av statsskulden användes måttet statsskuldens summerade kassaflöde (SSK-måttet) under perioden 2007–2014. I riktlinjebeslutet för 2015 ändrades måttet till nominellt belopp. Det nya skuldmåttet är det samma som okonsoliderad statsskuld justerat för fordringar i vidareutlåning och förvaltningstillgångar. Ändringen gjordes i syfte att öka transparensen.

2.3 Lånemarknaderna

Statens kostnad för att låna på olika löptider kan förenklat beskrivas med hjälp av avkastningskurvan på svenska statspapper. Avkastningskurvan har i regel en positiv lutning, vilket innebär att upplåning på kortare löptider (statsskuldväxlar) görs till lägre ränta än upplåning på längre löptider (statsobligationer). Den kortare upplåningen innebär dock att ränteomsättnings- och refinansieringsrisken ökar, eftersom skulden omsätts oftare till på förhand okända villkor.

Avkastningskurvans nivå är av underordnad betydelse för valet av löptid. I betraktande av att upp- och nedgångar av ränteläget på sikt tar ut varandra, reduceras vinsten av att ha en lång skuld när räntorna stiger av att en förlust kan sägas uppkomma när ränteläget sjunker igen. I vissa enskilda fall har dock räntenivån påverkat löptidsstyrningen. Så skedde t.ex. våren 2009 då regeringen öppnade möjligheten för Riksgäldskontoret att emittera ett 30-årigt obligationslån, bl.a. i syfte att låsa in låga räntor.

Figur 2.5 Svensk statsränta



Källa: Macrobond

I figur 2.5 visas hur den svenska statsräntan på tre olika löptider utvecklats under utvärderingsperioden. Som framgår föll räntorna relativt kraftigt under 2018 och i början av 2019. I augusti var den svenska tioåriga statsobligationsräntan -0,4 procent, vilket var den lägsta noteringen någonsin. Från juli till december 2019 var statsobligationsräntorna negativa för alla löptider upp till tio år. Detta mönster för avkastningskurvan är mycket ovanligt. Investerarna hade då anpassat sina förväntningar om att reporäntan skulle vara låg under en längre tid, vilket resulterade till en ovanligt svag lutning på avkastningskurvan. Det vill säga skillnaden mellan räntor på obligationer med lång och kort löptid var liten. Riksbanken förde en fortsatt expansiv penningpolitik med minusränta och

statsobligationsköp (s.k. kvantitativa lättnader) under 2019, i syfte att sänka hela avkastningskurvan och därmed påverka inflationen. De längre statsräntorna steg under senare delen av 2019.

Den korta statsräntan påverkas i hög utsträckning av Riksbankens reporänta och marknadens förväntningar om reporänta den närmsta tiden. I syfte att nå inflationsmålet sänktes reporäntan från 0,00 procent till -0,25 procent i mars 2015. Därefter skedde successiva sänkningar till -0,5 procent i februari 2016 varpå räntan lämnades oförändrad tills januari 2019, då Riksbanken höjde till -0,25 procent. I december 2019 beslutade Riksbanken att höja reporäntan i januari 2020 till 0 procent. Räntan på statsskuldsväxeln med tre månaders löptid har i stort följt reporäntan, även om den periodvis varit både högre och lägre.

Figur 2.6 Skillnad mellan tio års och tremånaders statsränta

Procentenheter



Källa: Macrobond

Ett sätt att beskriva avkastningskurvans lutning är att beräkna skillnaden mellan räntan på tioåriga statsobligationer och tremånaders statsskuldsväxlar. Av figur 2.6 framgår att denna skillnad ökade under 2015 då de korta räntorna föll kraftigare än de långa. De korta räntorna har därefter fortsatt i linje med reporäntan medan de längre räntorna periodvis stigit för att i slutet av 2018 falla kraftigt. Som minst har skillnaden mellan räntan på den tioåriga statsobligationen och räntan på tremånadersväxeln varit 0,033 procentenheter och som mest 1,68 procentenheter. Den genomsnittliga skillnaden under perioden har varit 1,08 procentenheter.

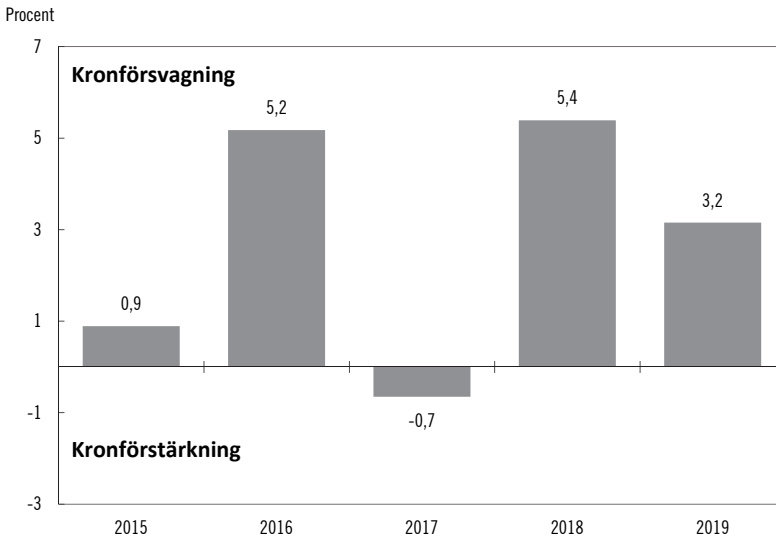
2.4 Den svenska kronan

Valutaskuldens storlek uttryckt i kronor påverkas av den svenska kronans styrka i förhållande till de valutor valutaskulden är exponerad mot (valutariktmärket). En starkare krona minskar valutaskulden uttryckt i kronor och vice versa. För länder med rörlig valutakurs (som Sverige) påverkas valutakursen av efterfrågan på den internationella valutamarknaden. Efterfrågan påverkas i sin tur av en mängd faktorer bl.a. förväntningarna på landets ekonomiska tillväxt, framtida ränteläge och inflation. I perioder med finansiell oro tenderar större valutor som amerikanska dollar och euro att stärkas, medan mindre valutor ofta faller i värde. Detta blev tydligt under finanskrisen 2008 och 2009 då den svenska kronan försvagades kraftigt både mot euron och mot den amerikanska dollarn. I takt med att finansmarknaderna stabiliserades och konjunktursignalerna blev mer positiva stärktes den svenska kronan. Sedan 2015 har kronan försvagats i förhållande till både euron och amerikanska dollarn. Euron har stärkts förhållandevis stabilt sedan under utvärderingsperioden, med en svag försvagning runt årsskiftet 2016/2017. Den amerikanska dollarn stärktes betydligt under våren 2015 innan en försvagning inleddes strax före årsskiftet 2016/17. Sedan 2018 har den amerikanska dollarn fortsatt att stärkas.

I figur 2.7 framgår hur kronan utvecklats i förhållande till de valutor som Riksgäldskontoret beslutat ska ingå i valutariktmärket (dvs. andelarna i valutaskulden). Under hela utvärderingsperioden har euron utgjort mellan 43 och 63 procent av valutaskulden. Andra valutor som också ingått är schweizerfranc, japanska yen, US dollar, kanadensiska dollar och brittiska pund. Sett över hela utvärderingsperioden har kronan försvagats med 14 procent i förhållande till valutorna i valutaskulden. Störst var försvagningen 2016 och 2018, medan kronan stärktes något under 2017. Riksbankens höjning av reporäntan i december 2019 bidrog till en förstärkning av kronan i slutet av 2019 men sett över hela året fortsatte kronan att försvagas mot både amerikanska dollarn och euron.

Figur 2.7 Årlig förändring av kronans kurs mot valutaskulden

Skr. 2019/20:104



Källa: Riksgäldskontoret

3 Statsskuldens kostnad och risk

Sammanfattning: Räntebetalningarna har varierat kraftigt under utvärderingsperioden. För 2019 uppgick betalningen till 22,2 miljarder kronor, vilket var 8,9 miljarder högre jämfört med 2018 men fortsatt på en låg nivå ur ett historiskt perspektiv.

Den genomsnittliga effektiva räntekostnaden har minskat för alla tre skuldslag sedan 2018. Under 2019 var kostnaden för den nominella kronskulden 1,0 procent, och för såväl realskulden som valutaskulden var kostnaden 2,7 procent. Kostnaden för både den nominella skulden och valutaskulden ligger exakt på sina femårssnitt. Den reala skuldens kostnad har minskat kontinuerligt sedan 2016 och låg under 2019 en dryg procentenhet under sitt femårssnitt.

För 2019 lånade Riksgäldskontoret till genomsnittliga räntor på historiskt låga 0,0 procent för nominella obligationer och minus 1,8 procent för realobligationer, vilket är betydligt lägre än tidigare år. För statsskuldsväxlar ökade den genomsnittliga räntan från minus 0,8 procent till minus 0,5 procent, vilket kan till stor del förklaras av Riksbankens reporäntehöjning.

Ränteomsättningsrisken har minskat under perioden. I termer av duration har löptiden för den totala statsskulden ökat från 3,9 till 5,2 år. Rörelsen är bland annat ett resultat av de löptidsbeslut som fattats i riktlinjerna. År 2018 infördes ett gemensamt löptidsmål för hela den nominella kronskulden och det volymsatta löptidsriktvärdet för instrument med mer än 12 år till förfall utgick därmed. Utöver den tekniska höjningen som

skedde till följd av det sammanslagningen, genomfördes även en faktisk höjning om 0,3 år.

Refinansieringsrisken i termer av lån som löper till förfall de närmaste tolv månaderna har minskat de senaste åren, men ökade i december 2019 på grund av två större obligationsförfall i slutet av 2020.

Refinansieringsrisken reduceras även på andra sätt, bl.a. genom att upprätthålla upplåningskanalen till de internationella kapitalmarknaderna där stora volymer kan lånas på kort tid. I regel framträder refinansieringsrisken när statsfinanserna är svaga och behovet av nyupplåning är stort. Sveriges statsfinanser bedöms som starka både ur ett historiskt och internationellt perspektiv.

Att exakt utvärdera om målet att låna till lägsta möjliga kostnad utan att ta för stora risker uppnåts är inte möjligt. Anledningen är att det finns flera olika slags risker som statsskuldsförvaltningen har att ta hänsyn till. Riskerna kan dessutom variera över tiden.

För att på ett ändamålsenligt sätt kunna följa upp måluppfyllelsen i statsskuldsförvaltningen är transparenta och jämförbara kostnadsmått viktiga. Riksgäldskontoret fick därför i april 2016 i uppdrag av regeringen att analysera om utvärderingen av det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen kan underlättas. I december 2016 redovisade Riksgäldskontoret sitt uppdrag till regeringen. I budgetpropositionen för 2018 ställde sig regeringen positiv till Riksgäldskontorets förslag om att införa ett nytt kostnadsmått för styrning och utvärdering av statskuldens förvaltning.

Det nya kostnadsmättet innebär i korthet en modifiering av det tidigare kostnadsmättet så att det inte längre beror på antaganden om framtida händelser och därmed behöver revideras retroaktivt. I stället ska kostnader som uppkommer på grund av växelkursförändringar, inflationsuppräknung och återköp tas löpande i takt med att de uppstår.

3.1 Statsskuldens kostnad

Det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen är att minimera den långsiktiga kostnaden med avseende på risk. En utvärdering av måluppfyllelsen är komplicerat av flera skäl. Ett av skälen är att det inte finns några naturliga aktörer att jämföra med, då Riksgäldskontoret är den enda statliga låntagaren i kronor. Ett annat skäl är att statsskuldens storlek gör att räntorna kan påverkas av vald upplåningsstrategi. Kostnaden för statskulden utvärderas därför med hjälp av två olika mått; räntebetalningar och räntekostnad, som är ett periodiserat mått.

Från och med 2018 redovisar Riksgäldskontoret kostnaden för statskulden utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Den principen följer internationell standard för redovisning av finansiella skulder och tillgångar som hålls till förfall och innebär att instrumenten värderas till sin genomsnittliga emissionsränta² med löpande omvärdering

² Ofta används i stället den engelska benämningen av emissionsräntan ”yield to maturity”, vilket är den ränta som används för att beräkna priset på en obligation. Kuponger och över-

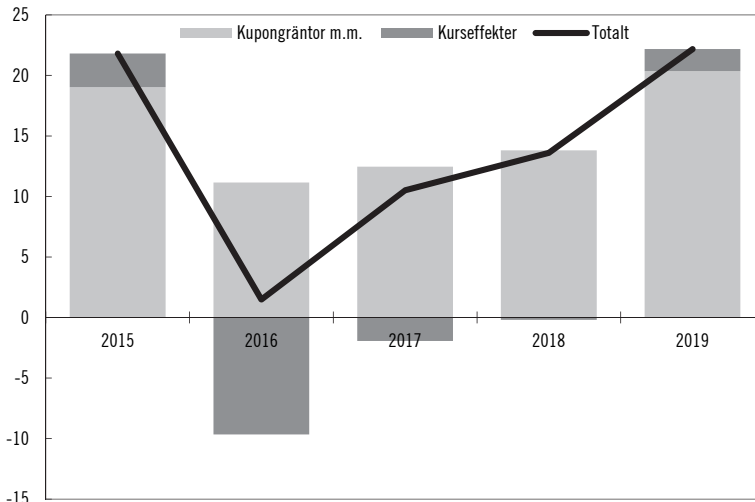
av inflations- och valutakursrörelser. Statsskuldens kostnad uppgick till 14 miljarder kronor för 2019, vilket motsvarar 0,3 procent av BNP, och är ca 6 miljarder kronor lägre än för 2018. Minskningen från 2018 beror huvudsakligen på att kostnaden för valutaskulden sjönk 2019.

Räntebetalningar

På statsbudgeten redovisas statsskuldsräntorna utgiftsmässigt, vilket i princip motsvarar räntebetalningar. Måttet bygger på en nominell värderingsprincip för statsskulden och är direkt kopplat till kassaflöden. Räntebetalningarna finansieras via utgiftsområde 26 Statsskuldsräntor m.m. anslag 1:1 Räntor på statsskulden. Som framgår av figur 3.1 har räntebetalningarna varierat kraftigt under utvärderingsperioden. För 2019 uppgick betalningen till 22,2 miljarder kronor, vilket var 8,9 miljarder högre jämfört med 2018, men fortsatt på en låg nivå ur ett historiskt perspektiv. Ökningen mellan 2019 och 2018 förklaras främst av inflationskompensation för realobligationer som köptes tillbaka i bytesauktioner mot andra obligationer. Räntebetalningarna uppgick i genomsnitt till 13,9 miljarder kronor per år under utvärderingsperioden.

Figur 3.1 Räntebetalningar

Miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret

Genomsnittlig effektiv räntekostnad

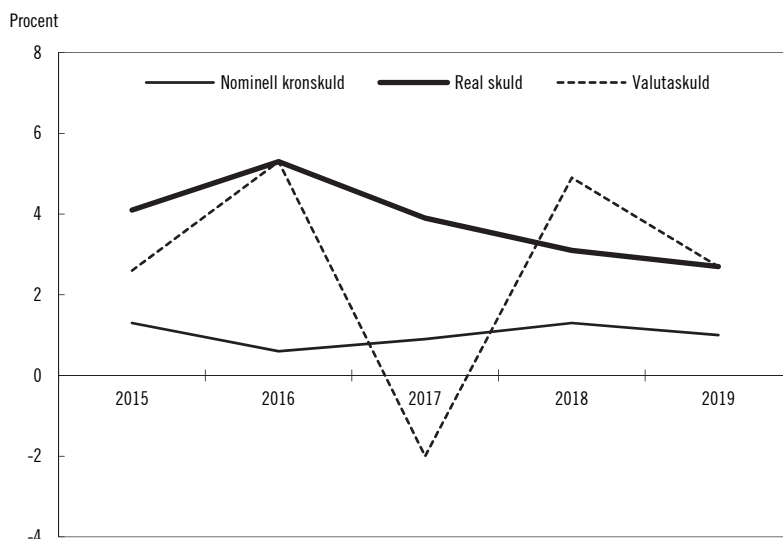
Kostnaden för statsskulden kan ställas i relation till den utestående skulden och på så sätt erhålls en slags genomsnittlig effektiv räntekostnad. Som framgår av figur 3.2 har räntekostnaden för alla tre skuldslag minskat

/underkurser periodiseras därmed jämnt över löptiden. Den genomsnittliga emissionsräntan är därmed ett ändamålsenligt mått på statsskuldens kostnad, särskilt när instrumentet behålls till förfall.

sedan 2018. Under 2019 var kostnaden för den nominella kronskulden 1,0 procent, och för realskulden tillika valutaskulden var kostnaden 2,7 procent. Kostnaden för både den nominella skulden och valutaskulden ligger exakt på sina femårssnitt. Den reala skuldens kostnad har minskat kontinuerligt sedan 2016 och låg under 2019 en dryg procentenhet under sitt femårssnitt. För 2019 gav realskulden varken upphov till någon tydlig kostnadsbesparing eller merkostnad, vilket förklaras med att inflationsuppräknningen 2019 var endast marginellt lägre än den genomsnittliga break-even inflationen för realskulden vid ingången av året. Resultatet påverkas även av förändringar i stocken.

Kronans kurs påverkar storleken på valutaskulden. Som framgår av avsnitt 2.4 har kronans värde i förhållande till valutorna i valutaskulden försvagats under hela utvärderingsperioden med undantag för 2017. Variationen i kostnaden för valutaskulden är betydligt högre än för kronskulden. Under utvärderingsperioden som helhet har dock kronan försvagats med ca 14 procent i förhållande till valutorna i valutaskulden.

Figur 3.2 Genomsnittlig effektiv räntekostnad för samtliga skuldslag



Källa: Riksgäldskontoret

3.2 Risker i statsskuldshöjningen

På övergripande nivå definieras risken i statsskulden som dess bidrag till skuldens kostnadsvariation. En lägre statsskuld, som för med sig lägre kostnader, bidrar till en lägre risk eftersom variationen i kostnaderna (uttryckt i kronor) minskar när skulden är lägre. En lägre statsskuld i utgångsläget gör det även lättare för staten att i ett krisläge låna upp stora belopp utan att räntorna stiger kraftigt.

Det finns inte något enskilt mått som beskriver den sammantagna risken i statsskuldshöjningen. I stället redovisas olika typer av risker, varav

de främsta är *ränteomsättningsrisk*, *refinansieringsrisk* och *finansieringsrisk* samt *motpartsrisk*. Riskerna i statsskuldsvärningen begränsas på flera olika sätt i regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård. Starka och hållbara statsfinanser utgör dock den bästa försäkringen mot både refinansierings- och finansieringsrisk.

Ränteomsättningsrisk

Med ränteomsättningsrisk menas att räntan på skulden snabbt stiger om marknadsräntorna rör sig uppåt. Ju större andel av skulden som är exponerad mot korta räntor desto känsligare blir skulden för förändrade marknadsräntor. Kort räntexponering har i regel varit billigare än lång eftersom löptidspremierna historiskt sett varit positiva. På senare tid har det emellertid funnits mycket som talat för att löptidspremierna minskat vilket inneburit att fördelen med att ha kort räntebindningstid därmed minskat. Avvägningen mellan kostnad och risk fastställs av regeringen i de årliga riktlinjerna genom riktvärden för löptiden i de olika skuldslagen (se avsnitt 4.2). Inom ramen för riktlinjerna fattar Riksgäldskontoret beslut om hur löptidsriktvärdena ska uppnås för de enskilda skuldslagen. I figur 3.3 visas löptiden för hela statsskulden i termer av duration.

Figur 3.3 Den totala statsskuldens duration



Källa: Riksgäldskontoret

Av figur 3.3 framgår att löptiden i termer av duration har ökat under utvärderingsperioden. Vid ingången av 2015 var den totala statsskuldens duration 3,9 år och vid utgången av 2019 var durationen 5,2 år. Den ökade durationen följer av riktlinjebesluten under 2016–2018. Både ränta och inflation, men även storleken på tillgångarna i likviditetsförvaltningen, påverkar durationen. Om räntan eller inflationen stiger så minskar durationen. Sedan en tid tillbaka förefaller kostnadsfördelen med kort

löptid ha minskat eftersom löptidspremierna har varit låga. Det betyder att investerare inte krävt ett lika högt räntepåslag som tidigare för att placera till fast ränta jämfört med rörlig ränta. Mot denna bakgrund förlängdes statsskuldens löptid under 2016–2018. En längre duration innebär att ränteomsättningsrisken minskar eftersom en mindre andel av skulden omsätts varje år.

Det låga ränteläget har gjort att både emissionsräntor och periodiserade räntekostnader minskat betydligt under utvärderingsperioden. Som konstaterats i tidigare skrivelser kommer statsskuldsräntornas belastning på statens budget att öka kraftigt om räntorna återgår till nivåer som historiskt varit mer normala. Risken att räntekostnaderna ökar, i en situation då räntenivåerna stiger, kan endast begränsas genom att kraftigt förlänga löptiden på statsskulden. En sådan strategi är dock svår att genomföra i praktiken eftersom efterfrågan på riktigt långa obligationer är förhållandevis liten. I en situation när likviditeten på statspappersmarknaden är låg och lånebehovet litet kan kraftigt förlängda löptider även leda till att de regelbundna auktionerna blir så små att investerare lämnar marknaden. Detta kan leda till sämre låneberedskap.

Refinansieringsrisk och finansieringsrisk

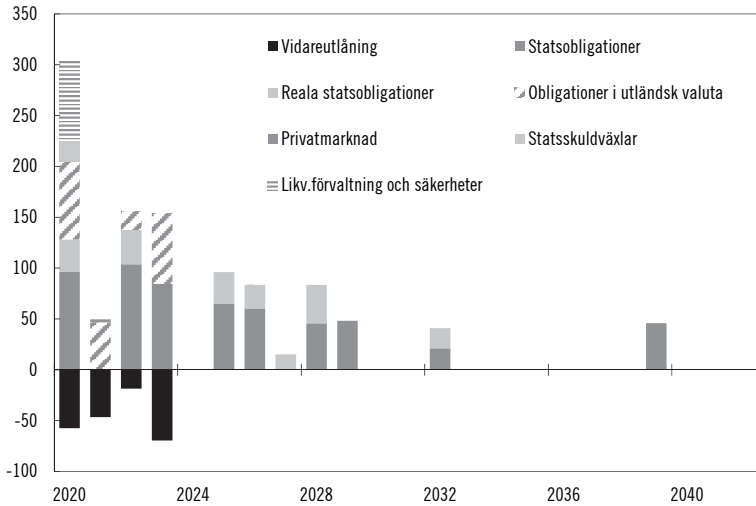
Refinansieringsrisk avser risken att staten inte lyckas låna för att ersätta de lån som förfaller. En något vidare tolkning inkluderar även risken att staten måste betala mycket höga räntor för att investerare ska vara villiga att låna ut pengar. Refinansieringsrisken framträder i regel när statsfinanserna är svaga och behovet av nyupplåning är stort. Finansieringsrisk omfattar både refinansiering och finansiering av nyupplåning. De båda begreppen används ofta synonymt.

Inom ramen för den långsiktiga låneplaneringen använder Riksgäldskontoret olika metoder för att reducera refinansieringsrisken. Genom att ha en långsiktig låneplanering och genom att emittera små volymer i regelbundna auktioner sprids upplåningen ut över tiden. Genom att eftersträva en jämn förfalloprofil för både nominella och reala obligationer och genom att gamla obligationslån ersätts även ofta innan de förfaller, minskar sammantaget refinansieringsrisken samtidigt som ränteläget vid en enskild tidpunkt får mindre genomslag på upplåningskostnaden. En väl fungerande statspappersmarknad är också en reducerande faktor till refinansieringsrisken. Slutligen bör understrykas att starka och hållbara statsfinanser är de viktigaste faktorerna för att begränsa refinansieringsrisken och finansieringsrisken i statsskulden.

Sedan 2015 finns en riktlinje om att upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap. Riksgäldskontoret beaktade även detta innan förtydligandet infördes i riktlinjerna.

Statsskuldens förfalloprofil visar hur stora belopp av den utestående skulden som förfaller varje enskilt år. I figur 3.4 visas förfalloprofilen inklusive fordringar som förfaller i form av vidareutlåning till Riksbanken. Fordringarna som avser vidareutlåningen till Riksbanken matchar i hög utsträckning obligationslånen i utländsk valuta.

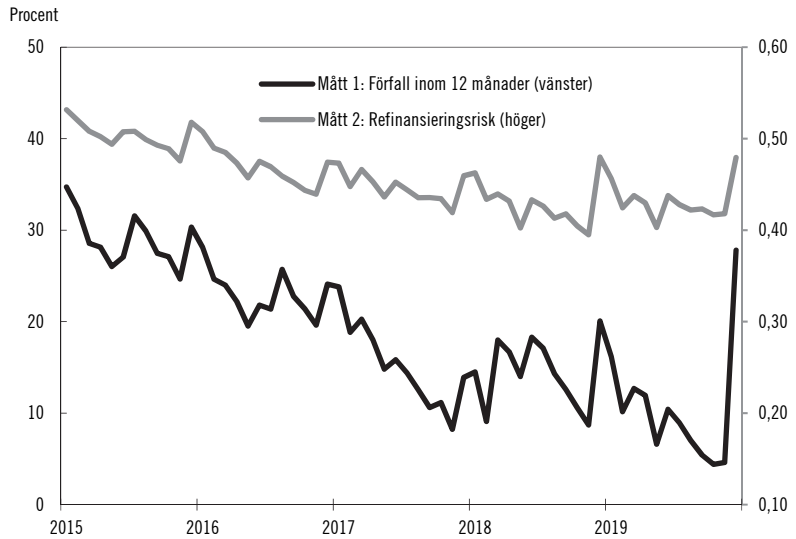
Figur 3.4 Statsskuldens förfalloprofil i december 2019



Källa: Riksgäldskontoret

Som framgår av figuren förfaller en stor del av skulden under det närmaste året. Det beror på den omfattande likviditetsförvaltningen och hanteringen av säsongsmässiga svängningar i nettolånebehovet. De kortfristiga förfallen är som störst vid årsskiftet, eftersom en stor del av statens betalningar infaller under december månad. Bortsett från den allra kortaste upplåningen är förfalloprofilen förhållandevis jämn upp till tio år, med undantag för de lån som vidareutlånas till Riksbanken med en koncentrerad förfalloprofil till de närmsta fem åren. En ojämn förfalloprofil skulle kunna ge upphov till större risker i framtiden när stora förfall måste refinansieras.

Viktigast för refinansieringsrisken vid en given tidpunkt är volymen förfall i närtid. I figur 3.5 visas två mått på detta. Det första visar hur stor andel av skulden som förfaller inom tolv månader. Det andra är definierat så att ett lån med omedelbart förfall får värdet ett medan ett lån som aldrig skulle löpa till förfall får värdet noll. Samtliga lån vägs sedan samman och man erhåller ett tal mellan noll och ett för den totala statsskulden. Som framgår av figuren uppvisar båda måtten samma mönster trots att mått 2 saknar den skarpa brytningen vid tolv månader. Figuren visar också ett tydligt säsongsmönster på grund av den omfattande penningmarknadsupplåningen runt årsskiftet.

Figur 3.5 Refinansieringsrisk

Källa: Riksgäldskontoret

Motpartsrisk

Med motpartsrisk avses risken att motparten i en transaktion inte kan fullgöra sina betalningsförpliktelser, eller förpliktelser att leverera andra säkerheter. Motpartsrisker uppstår dels vid placering av överskott i likviditetsförvaltningen, dels då Riksgäldskontoret gör derivatransaktioner utan central motpartsclearing. Hanteringen av riskerna skiljer sig åt mellan placeringar och derivatransaktioner, något som dock är gemensamt är att Riksgäldskontoret ställer minimikrav på motpartens kreditbetyg.

Likviditetsförvaltningens roll är att säkerställa att staten alltid kan fullgöra sina betalningar (se avsnitt 5.4). Riksgäldskontoret behöver därför på daglig basis placera och låna medel. För att hantera motpartsrisken för dessa placeringar, finns limiter baserade på motpartens kreditvärdighet som begränsar maximal exponering och löptid.

Derivatinstrument används för att styra löptiden i statsskulden och för att ta positioner inom den löpande positionstagningen (se avsnitt 5.3). Transaktioner kan antingen avvecklas bilateralt eller genom central motpartsclearing.

För att Riksgäldskontoret ska kunna handla derivatinstrument som inte avvecklas genom en central motpart krävs att Riksgäldskontoret och motparten upprättar ett ISDA-avtal med nedgraderingsklausul och ett Credit Support Annex (CSA). CSA-avtalet innehåller tröskelvärden som styr den högsta tillåtna exponeringen mot motparten. Om värdet på exponeringen överstiger dessa tröskelvärden måste motparten ställa säkerheter till Riksgäldskontoret. Säkerheterna utgör ett skydd för den händelse motparten inte kan fullgöra sina åtaganden. Storleken på tröskelvärdet beror på motpartens kreditvärdighet. Riksgäldskontoret ISDA-/CSA-avtal är bilaterala i meningen att Riksgäldskontoret inte bara tar emot utan också ställer säkerheter om motparten har en positiv exponering mot Riksgäldskontoret.

En översyn av ISDA /CSA-avtalen slutfördes under 2017. Översynen resulterade bl.a. i att säkerheter ska börja utbytas tidigare, i linje med nuvarande marknadspraxis. Förändringen kommer att införas i takt med att Riksgäldskontoret och motparter tecknar nya, reviderade avtal. Detta regelverk definieras och uppdateras inom ramen för Riksgäldskontorets finans- och riskpolicy.

Under 2018 inträffade en avvikelse från de kreditlimiter som är fastställda av Riksgäldskontorets styrelse. Avvikelsen hanterades enligt myndighetens rutiner. Förutom denna avvikelse skedde endast mindre ändringar i kreditbetygen för Riksgäldskontorets motparter, framförallt nedgraderingar. Placeringsbehoven i Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning har under utvärderingsperioden varit förhållandevis stora, men under 2019 var placeringsbehovet betydligt lägre än 2018. Genom att placeringarna skedde hos motparter med god kreditvärdighet förekom en mycket begränsad riskexponering.

4 Redovisning av regeringens riktlinjebeslut och utvärdering av Riksgäldskontorets tillämpning av besluten

I detta avsnitt redovisas en sammanställning av regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under perioden 2015–2019. Regeringens bedömning av Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna redovisas också. Liksom tidigare har Ekonomistyrningsverket (ESV) bistått regeringen i utvärderingsarbetet (se bilaga).

4.1 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Regeringens bedömning: Andelen real kronskuld har under perioden 2015–2016 legat under riktvärdet och över riktvärdet under perioden 2017–2019. Att andelen överstigit riktlinjen beror främst på att statskulden minskat. Riktvärdet för den reala kronskulden är långsiktigt på grund av svårigheterna med att kostnadseffektivt styra andelen på kort sikt. Andelen realskuld beräknas nå 20 procent i slutet av 2020. Den årliga minskningstakten för valutaskulden har uppgått till 20 miljarder kronor per år 2015–2018 och 18,5 miljarder kronor 2019.

Riksgäldskontoret har styrt den reala kronskulden och valutaskulden i enlighet med regeringens riktlinjer. Avvikelser från den långsiktiga mål-andelen för realskuldens andel bedöms som rimliga ur ett kostnads-perspektiv.

Redovisning av regeringens riktlinjebeslut

Regeringen styr statsskuldens sammansättning främst med utgångspunkt att minska risken utan att öka kostnaderna. Under perioden 2015–2019 styrde regeringen statsskuldens sammansättning mot en minskning av valutaskulden om maximalt 30 miljarder kronor per år och andelen real kronskuld av den totala skulden mot 20 procent. Återstoden utgjordes av nominell kronskuld. År 2015 ändrades principerna för hur statsskuldens löptid och andelar ska beräknas. En konsekvens av detta blev att den långsiktiga målandelen för real kronskuld sänktes från 25 till 20 procent. Den faktiska andelen var dock oförändrad. Ändringen gjordes i syfte att öka transparensen och förenkla redovisningen. I korthet innebar ändringen att måttet nominellt belopp ersatte det tidigare måttet statsskuldens summerade kassaflöde. I tabell 4.1 redovisas regeringens styrning av statskulden sammansättning under utvärderingsperioden.

Tabell 4.1 Styrning av statsskuldens sammansättning

	2015	2016	2017	2018	2019
	Måandel i procent				
Real kronskuld	20 ¹	20	20	20	20
	Max minskning per år i mdkr				
Valutaskuld	30	30	30	30	30

¹ Ny definition från 2015.

Källa: Finansdepartementet

År 2015 ändrades även styrningen av valutaskulden. Bakom beslutet låg ett flerårigt analysarbete, som visade att det inte fanns tillräckligt stöd för att valutaexponering ger lägre förväntade kostnader samtidigt som exponering mot andra valutor skapar valutarisk. Slutsatsen var att valutaexponeringen bör reduceras då det leder till minskade risker utan att kostnaderna i någon nämnbar omfattning förväntas öka. I riktlinjerna för 2015–2017 beslutades att valutaexponeringen gradvis ska minskas med upp till 30 miljarder kronor på årsbasis. I riktlinjerna framgick även att den planerade minskningstakten är 20 miljarder kronor per år baserat på årliga förfall av volymen obligationslån i kronor som swappats till kort skuld i utländsk valuta. Valutaskuldens minskning bedömdes inte påverka Riksgäldskontorets tillgång till de internationella kapitalmarknaderna eller kronans växelkurs. För att säkerställa tillgången till de internationella kapitalmarknaderna kompletterades riktlinjerna för 2015 med en ny punkt om att ”Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbaserad och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla god låneberedskap”.

Skälen för regeringens bedömning*Real kronskuld*

Enligt regeringens riktlinjer gäller sedan 2015 att den reala kronskulden på lång sikt ska vara 20 procent av den totala skulden. Andelen real kron-

skuld har under perioden 2015–2016 legat under riktvärdet och över riktvärdet 2017–2019. Under 2015–2019 har andelen real skuld igenomsnitt varit 20,9 procent.³ Som högst var andelen 25,6 procent och som lägst ca 16,0 procent (figur 4.1). Under 2019 låg andelen realskuld över riktvärdet hela året. Enligt Riksgäldskontoret beror det främst på att statskulden minskat kraftigt. Riktvärdet beräknas nås i slutet av 2020 när en realobligation förfaller.

Svårigheterna med att kostnadseffektivt styra andelen real kronskuld på kort sikt är väl kända sedan tidigare, vilket motiverar att målandelen är långsiktig. Andelen real kronskuld är en direkt konsekvens av skuldens totala utveckling som är svår att förutse. Andelen är på kort sikt är även svår att styra bl.a. för att inflationstakten varierar och därmed fluktuerar även realandelen. Därtill är marknaden för realobligationer är relativt liten och likviditeten är sämre än för nominella obligationer. Till skillnad från styrningen av valutaskulden saknas en utvecklad marknad för derivat kopplade till realobligationer. En kraftig ökning av emissionsvolymerna skulle på kort sikt riskera att driva upp realobligationsräntorna och skapa osäkerhet om det framtida utbudet av realobligationer. En kraftig minskning, via återköp, skulle riskera att medföra merkostnader.

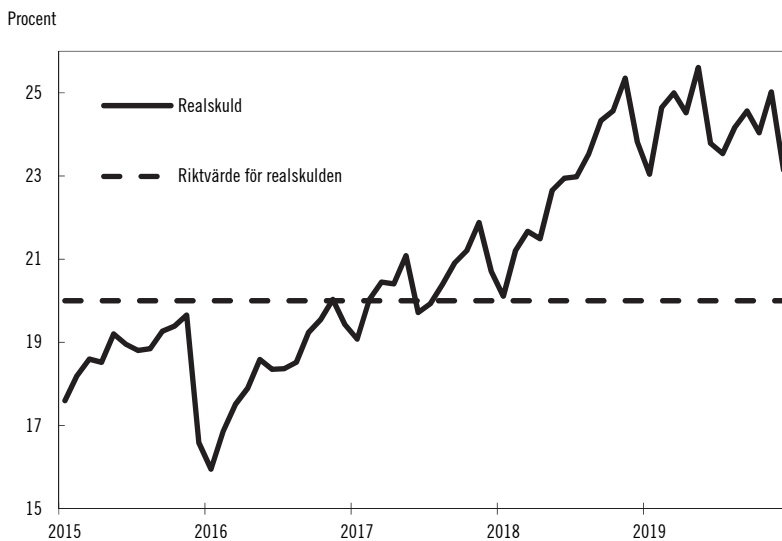
Ekonomistyrningsverket (ESV) framförde i underlaget till regeringens föregående utvärdering att det begränsade lånebehovet ställer större krav på att prioritera upplåning i nominella obligationer för att värna den marknaden (Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017, 2018). ESV ansåg att om det inte finns starka kostnads- eller riskargument för att behålla den nuvarande nivån, kan det finnas skäl att se över andelen realskuld. Riksgäldskontoret analyserade, med anledning av ESV:s bedömning, om andelen realskuld bör ändras. Analysen presenterades i myndighetens förslag till riktlinjer för 2020–2023. Analysen visade att det inte finns några tydliga systematiska kostnadsskillnader mellan real och nominell upplåning och att valet av andel därför handlar mer om att säkerställa god beredskap och långsiktigt låga kostnader. Stocken av realobligationer väntas minska även utan en förändring av riktlinjerna och Riksgäldskontoret bedömde att det vid den tidpunkten inte fanns skäl till att ändra riktlinjerna för att ge mer utrymme åt nominella obligationer. I ESVs underlag till denna utvärdering framförs att Riksgäldskontoret fortsatt bör analysera hur realobligationerna bidrar till att minska risken för statskulden givet att skillnaden mellan reala och nominella obligationer minskar. ESV menar att även kostnaden av att upprätthålla verksamheten i förhållande till kostnaden av att återuppbygga verksamheten efter nedläggning bör analyseras samt hur investerare skulle hantera en nedläggning och konsekvenserna för övriga skuldsdrag.

Regeringen anser att en analys av statskuldens sammansättning och behovet av eventuella förändringar bör göras löpande inom Riksgäldskontorets verksamhet. Regeringen anser också att behov av förändringar för att uppnå målen för statskuldens förvaltning bör lämnas i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer. Regeringen anser vidare att avvikelserna från det

³ Både målandel och utfall beräknat enligt definitionen från 2015.

långsiktiga riktvärdet är i enlighet med regeringens riktlinjer då andelen kommer att minska och nå riktvärdet under 2020.

Figur 4.1 Andelen real kronskuld och den långsiktiga målandelen



Källa: Riksgäldskontoret

Valutaskuld

I riktlinjerna för 2015 ändrades andelsstyrningen så att valutaskulden skulle minska med högst 30 miljarder kronor per år. Av riktlinjebeslutet framgick att minskningstakten ska beräknas exklusive förändringar i kronans valutakurs. Beräknat på detta sätt minskade valutaskulden med ca 20 miljarder kronor 2015–2018. För 2019 minskade valutaskulden med 18,5 miljarder kronor. Att man inte nådde 20 miljarder är till följd av att regeringen i riktlinjerna för 2020 beslutade att valutaexponeringen ska hållas oförändrad vilket gjorde att Riksgäldskontoret beslutade att sluta amortera på valutaskulden redan i december 2019.

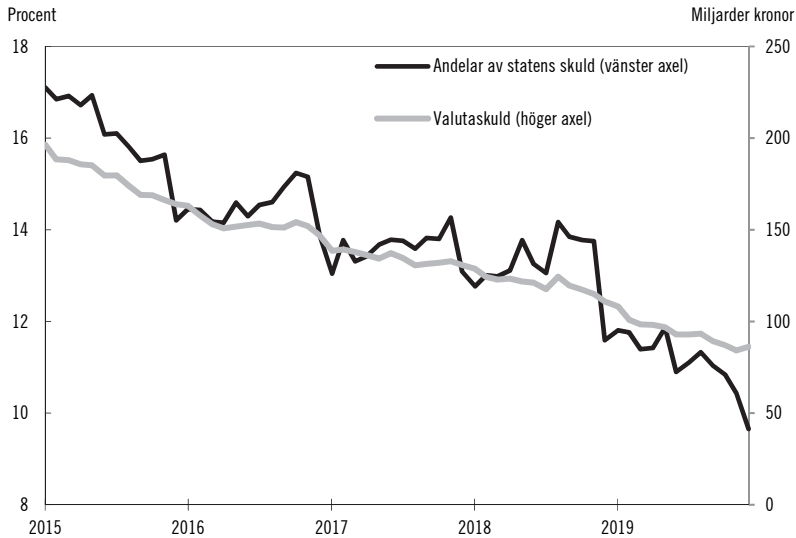
Det finns även andra faktorer som påverkar statsskuldens valutaexponering på kort sikt. Riksgäldskontoret gör till exempel valutatransaktioner för att hantera bland annat EU-betalningar, andra myndigheters valutasäkringar samt statens valutakoncernkonto Dessa transaktioner får emellertid ingen bestående effekt på statsskuldens valuta-exponering och omfattas därför inte av regeringens styrning av den långsiktiga skuldsammansättningen.

Minskningen under 2016 gjordes främst genom att Riksgäldskontoret växlade japanska yen och amerikanska dollar. För att undvika växlingar vid ett fåtal ogynnsamma tillfällen gjordes växlingarna i jämn takt under året. Under 2017 gjordes minskningen genom neddragning i kanadensiska dollar, euro, brittiska pund och amerikanska dollar. Minskningen 2018 genomfördes genom valutaköp i kanadensiska dollar, schweizerfranc och amerikanska dollar och minskningen 2019 genom framförallt köp av euro, brittiska pund men även av amerikanska dollar och kanadensiska dollar.

Valet av valuta görs utifrån bedömningen om vad som är det mest kostnadseffektiva sättet att minska risken i valutaskulden.

I figur 4.2 redovisas valutaskulden till aktuell valutakurs och som andel av statsskulden under hela utvärderingsperioden. Andelen är beräknad enligt den princip som slogs fast i riktlinjerna för 2015⁴.

Figur 4.2 Valutaskulden och dess andel av statsskulden



Källa: Riksgäldskontoret

Anm.: Mätt till aktuella valutakurser och utan hänsyn till valutaexponeringen i Statens internbank.

4.2 Statsskuldens löptid

Regeringens bedömning: Kronskulden styrs sedan 2018 med ett gemensamt löptidsmål för både nominell respektive real kronskuld. För den sammanlagda kronskulden har löptiden ökat från 4,6 år 2015 till 5,8 i december 2019, vilket är inom intervallet för kronskulden. För den reala kronskulden har löptiden minskat från 7,0 år 2015 till ungefär 6,0 år 2019, men var fortsatt inom det gemensamma intervallet. Löptiden i valutaskulden har i snitt hamnat inom riktlinjeintervallet under utvärderingsperioden. Riksgäldskontorets styrning av löptiden i statsskulden har följt regeringens riktlinjer.

⁴ Enligt den från riktlinjerna 2015 nya princip får valutaskulden en större vikt än med tidigare mått (för realskulden är det tvärtom). Skillnaden mellan måtten varierar med några procentenheter över tiden beroende på skuldens sammansättning. Det tidigare riktivärdet på 15 procent motsvarar omkring 20 procent med det nya måttet.

Redovisning av regeringens riktlinjer*Inledning*

Valet av löptid har stor betydelse för avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuld förvaltningen. En kortare löptid medför i regel lägre räntekostnader samtidigt som risken ökar eftersom en större del av skulden då omsätts varje år (till på förhand okända villkor). Nedan framgår regeringens övergripande styrning av löptiden i de enskilda skuldslagen.

Den grundläggande löptidsstyrningen innebär att upplåningen i real och nominell kronskuld görs på längre löptider, medan upplåning i annan valuta görs på kortare löptider. Strategin bidrar till att upprätthålla en likvid marknad för svenska reala och nominella obligationer. Realobligation är till sin natur ett långt instrument. Riskmässigt är den kortare löptiden i valutaskulden motiverad av att den är exponerad mot flera valutor. Tillgången till en bred och djup derivatmarknad gör det också praktiskt möjligt att hålla en kort löptid i valutaskulden. I tabell 4.2 redovisas en sammanställning av regeringens styrning av löptiden under utvärderingsperioden.

Tabell 4.2 Styrning av statsskuldens löptid (duration), uttryckt i år

	2015	2016	2017 ⁵	2018	2019
Valutaskuld	0,125	0,125	0,0-1,0	0,0-1,0	0,0-1,0
Kronskuld					4,0-6,5
Realkronskuld	6,0-9,0	6,0-9,0	6,0-9,0	6,0-9,0	⁶
Nominell skuld				4,3-5,5	
upp till 12 år till förfall	2,6-3,6 ⁷	2,6-3,1	2,9-3,9		
mer än 12 år till förfall ⁸	70 mdkr	70 mdkr	70 mdkr		

Källa: Finansdepartementet

Löptiden i valutaskulden

Valutaskuldens räntebindningstid styrdes mot riktvärdet 0,125 år fram till 2016 och mot intervallet 0,0-1,0 år under 2016 till 2019. Införandet av löptidsintervallet 2016 innebär att styrningen tar sikte på en något längre löptid än tidigare (fyra och en halv månad längre). I riktlinjebeslutet angavs att löptidsförlängningen kan uppnås genom minskad användning av derivat.

⁵ I riktlinjebeslutet för 2015 ersatte duration det tidigare löptidsmättet genomsnittlig räntebindningstid. Som konsekvens av löptidsmättsbytet sänktes intervallet för den reala kronskulden med ett år och för den nominella kronskulden med instrument upp till tolv år med 0,4 år. Löptidsriktvärdet för valutaskulden ändrades inte, eftersom skillnaden mellan de båda måtten var försumbar för detta skuldslag.

⁶ I Riktlinjerna för 2019 slogs löptidsstyrningen för real kronskuld och nominell kronskuld ihop.

⁷ I riktlinjebeslutet för 2015 fastställdes löptidsintervallet till 2,3-2,8 år. Den 12 mars 2015 höjdes löptidsintervallet med 0,3 år för att återställa styrningen till samma risknivå som i riktlinjebeslutet för 2015 (dnr. Fi2015/929). Bakgrunden till ändringen var att durationen blev markant längre när marknadsräntorna föll kraftigt under senhösten 2014 och under inledningen av 2015. Riksgäldskontoret lämnade förslag till nämnda beslut.

⁸ Långsiktigt riktvärde för utestående volym.

Löptiden i den reala kronskulden

I riktlinjerna för 2015 sänktes löptiden i den reala kronskulden från 7,0–10,0 år till 6,0–9,0 år, som en konsekvens av förändringen i löptidsmålet.

Den faktiska löptiden var dock oförändrad. Intervallet var sedan oförändrat under 2016 till 2019. I riktlinjerna för 2019 slogs löptidsstyrningen för den reala och nominella kronskulden ihop och löptiden för hela kronskulden styrdes till 4,0–6,5 år.

Löptiden i den nominella kronskulden

I riktlinjerna för 2015 medförde bytet av löptidsmål att intervallet för instrument med upp till tolv år till förfall sänktes med 0,4 år till 2,3–2,8 år. I mars 2015 höjdes dock intervallet med 0,3 år för att återställa styrningen till samma risknivå som i riktlinjebeslutet för 2015. Bakgrunden var att marknadsräntorna föll kraftigt under senhösten 2014 och under inledningen av 2015, vilket fick durationen att bli markant längre än när Riksgäldskontoret lämnade förslag till nämnda beslut.

I riktlinjebesluten för 2016 beslutade regeringen, efter förslag från Riksgäldskontoret, att förlänga och bredda löptidsintervallet för den nominella kronskulden med upp till tolv år till förfall. Mittpunkten i det nya intervallet (2,6–3,6 år) förlängdes med tre månader samtidigt som intervallet breddades med 6 månader. Löptidsförlängningen motiverades av att kostnadsfördelen med kortfristig upplåning blivit mindre än tidigare samt att löptidspremierna förväntas vara låga under en överskådlig tid.

Motiveringen till att bredda löptidsintervallet var att stärka förutsättningarna för en ändamålsenlig låneplanering. Genom att öka flexibiliteten kan onödiga transaktionskostnader undvikas som t.ex. när lånebehovet avviker från prognosen eller om förutsättningarna på swapmarknaden förändras. Införandet av duration som löptidsmål motiverade också ett bredare intervall. Durationsmålet påverkas av ränterörelser, vilket gör att löptiden förflyttas vid kraftiga rörelser i marknadsräntan. I riktlinjebeslutet för 2017 förlängdes löptiden i den nominella kronskulden med upp till tolv år till förfall med ytterligare 0,3 år. Motiveringen var densamma som föregående år. Det sätt på vilket förlängningen skulle uppnås var också detsamma som föregående år, dvs. genom minskad användning av swappar. Av riktlinjerna framgår att temporära avvikelser från löptidsintervallen får förekomma. Syftet med denna regel (och intervallen) är att inte framtvinga kostsamma transaktioner på grund av exogena händelser som gjort att durationen blivit längre eller kortare än avsett.

År 2018 infördes ett gemensamt löptidsmål för hela den nominella kronskulden. Det volymsatta löptidsriktvärdet på 70 miljarder för instrument med mer än 12 år till förfall utgick därmed. Som en följd av att de långa obligationerna inkluderades i löptidsstyrningen höjdes styrintervall från 2,9–3,9 till 4,0–5,2 år. Den uppdelade styrningen av den nominella kronskulden infördes i riktlinjebeslutet för 2010 och hade sin bakgrund i finanskrisen 2008–2009 och Riksgäldskontorets emitterande av en 30-årig obligation i mars 2009.

I riktlinjerna för 2019 fortsatte sammanslagningen av löptidsstyrningen och styrningen av den nominella och reala kronskulden slogs ihop. Som

en konsekvens av detta ändrades kronskuldens löptid till mellan 4 och 6,5 år. Motiveringen till sammanslagningen var att relationen mellan löptid och kostnad var densamma för real respektive nominell kronskuld så det saknades skäl att styra löptiden separat. Ett gemensamt styrmått för kronskulden innebar även en bättre överblick av risknivån och en fördel som framfördes var att styrintervall kunde minskas jämfört med det tidigare intervall för realskulden.

Skälen för regeringens bedömning

Löptiden för statsskulden som helhet har ökat successivt under utvärderingsperioden, vilket både beror på beslutade löptidsförlängningar och att räntorna sjunkit till historiskt låga nivåer.

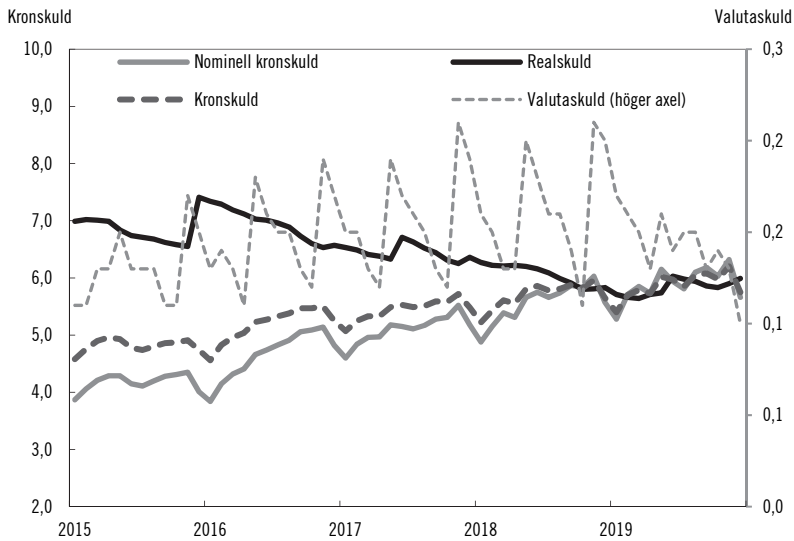
Löptiden i valutaskulden (i termer av duration) har i snitt hamnat inom intervallet samtliga år. Under 2018 och 2017 var löptiden i snitt 0,2 år. År 2015, 2016 och 2019 var löptiden i snitt 0,1 år, dvs. i undre delen av intervallet 0–1 år.⁹

Kronskulden styrs sedan 2018 med ett gemensamt löptidsmål för både nominell respektive real kronskuld. För den sammanlagda kronskulden har löptiden ökat från 4,6 2015 till 5,8 i december 2019, vilket är inom intervallet för kronskulden. Löptiden för kronskulden ska enligt riktlinjerna vara mellan 4–6,5 år. För den reala kronskulden har löptiden minskat från 7,0 år 2015 till ungefär 6,0 år 2019. Detta var i undre delen av det gemensamma intervallet.

Under utvärderingsperioden har durationen för den nominella kronskulden ökat från 3,9 år till 5,7 år i december 2019. Under 2019 var den genomsnittliga durationen 5,9 år vilket var i den övre delen av det kronskuldens intervall. Under 2018 blev den kortfristiga upplåningen betydligt mindre på grund av kassaöverskottet, vilket medförde att löptiden i genomsnitt blev 5,6 år, vilket var 0,1 över riktlinjens övre gräns.

⁹ Utvärderingen av valutaskuldens löptid har gjorts i termer av duration för hela utvärderingsperioden. Skillnaden mellan måtten duration och räntebindningstid är försumbar för valutaskulden, eftersom löptiden är så kort.

Figur 4.3 Duration för kronskuld och valutaskuld



Källa: Riksgäldskontoret

4.3 Marknads- och skuldvard

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets principer och strategier för marknads- och skuldvard ger goda förutsättningar för att uppnå det statsskuldspolitiska målet. Genom tydlig kommunikation och aktiva åtgärder har Riksgäldskontoret bidragit till en god marknads- och skuldvard. Årliga externa undersökningar ger stöd för att återförsäljare och investerare har högt förtroende för Riksgäldskontoret.

Redovisning av regeringens riktlinjebeslut

Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk. Riksgäldskontoret ska besluta om principer för marknads- och skuldvard. Under utvärderingsperioden har målformuleringen varit oförändrad. Riksgäldskontoret har inte heller lämnat förslag till ändringar. Målet har funnits i riktlinjebesluten sedan 2006 och dessförinnan i regleringsbrevet till Riksgäldskontoret.

Skälen för regeringens bedömning

Riksgäldskontorets styrelse fastställer årligen en finans- och riskpolicy innehållande principer som ska vara vägledande för hanteringen av statsskulden. Principerna visar på vilket sätt Riksgäldskontoret ska bidra till att utveckla och upprätthålla välfungerande statspappersmarknader, vilket är en förutsättning för att uppnå det övergripande målet om kostnadsminimering med beaktande av risk: I de senaste årens Finans- och riskpolicy framgår att följande principer ska vara vägledande:

- Riksgäldskontoret ska i alla sammanhang agera ansvarsfullt. I detta ingår att alltid behandla motparterna på ett sakligt och objektivt sätt och att undvika transaktioner som kan ge upphov till skadat anseende för Riksgäldskontoret eller svenska staten. På den inhemska kronmarknaden förstärks kravet på ansvarsfullhet av Riksgäldskontorets position som dominerande aktör.
- Riksgäldskontoret ska i information till och kommunikation med marknaden agera så konsekvent, förutsägbart och öppet som möjligt, särskilt på marknaderna för obligationer och statsskuldväxlar i kronor.
- Riksgäldskontorets upplåning ska kännetecknas av transparens och förutsägbarhet.
- Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.
- Riksgäldskontoret ska verka för att bredda investerarbasen i svenska statspapper.
- Riksgäldskontoret ska ha försäljningskanaler som är effektiva och verkar positivt för den svenska statspappersmarknadens funktionssätt.
- Riksgäldskontoret ska stödja likviditeten i statspappersmarknaden genom att tillhandahålla repo- och bytesfaciliteter.
- Riksgäldskontoret ska verka för att infrastrukturen är sådan att den svenska statspappersmarknaden fungerar effektivt.

För att uppnå målen om transparens och förutsägbarhet arbetar Riksgäldskontoret med att upprätthålla goda investerarrelationer, regelbundet publicera prognoser på upplåningsbehovet för kommande år, hantera upplåningen på ett konsekvent sätt med tydliga principer, kommunicera öppet och tydligt.

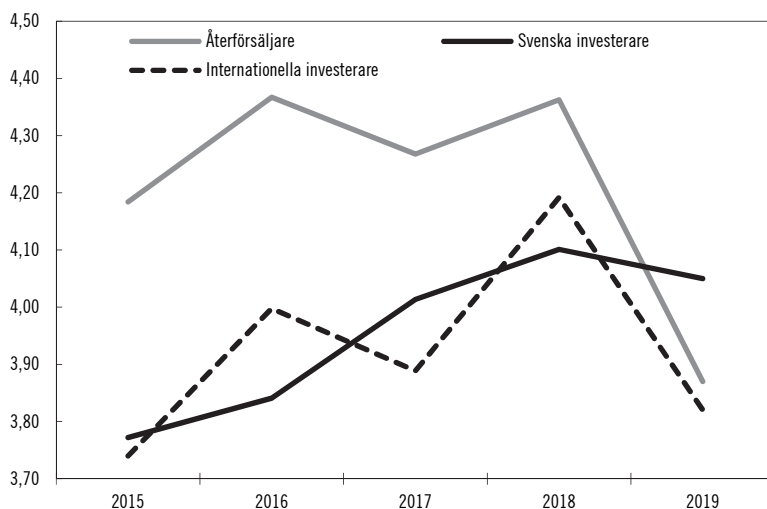
Vid försäljningen av statspapper använder Riksgäldskontoret återförsäljare (svenska och utländska banker). Återförsäljarna fungerar dels som intermediärer mellan Riksgäldskontoret och investerare i auktionerna, dels som marknadsгарanter (market makers). Det innebär att de åtagit sig att lämna bud vid alla auktioner och ställa köp- och säljpriser i andrahandsmarknaden. De sju återförsäljarna lägger både bud för egen räkning och på uppdrag av investerare. Återförsäljarna har även tillgång till marknadsvårdande repor i reala och nominella obligationer samt i statsskuldväxlar som Riksgäldskontoret erbjuder. Vetskapen om att reporna finns gör det enklare för återförsäljarna att ställa priser, vilket gynnar likviditeten på marknaden. Under 2018 och 2019 har likviditeten på statsobligationsmarknaden successivt försämrats, vilket har innebar att efterfrågan på marknadsvårdande repor ökat kraftigt till och med 2018. Detta beskrivs i avsnitt 5.4.

Den löpande kontakten med investerarna sker till stor del med hjälp av återförsäljarna, men för att skapa trovärdighet är det även viktigt att investerarna, utan mellanhänder, kan få tag på den information de anser sig behöva. Kommunikationen med återförsäljare och investerare sker både via Riksgäldskontorets webbplats och genom ett stort antal bilaterala möten.

En viktig del i Riksgäldskontorets kommunikation till marknadsaktörerna utgörs av rapporten ”Statsupplåning – prognos och analys”, vilken publiceras tre gånger per år. I rapporten beskrivs detaljerat hur Riksgäldskontoret avser att finansiera statsskulden de två kommande åren. Rapporten syftar till att underlätta för marknadsaktörerna att bilda sig en uppfattning om statsskuldspolitiken. Riksgäldskontorets prognoser över nettolånebehovet, som publiceras i rapporten och ligger till grund för låneplaneringen, har i stort visat samma precision som övriga myndigheters prognoser (se avsnitt 5.2).

På Riksgäldskontorets uppdrag har Kantar SIFO Prospera sedan 2004 årligen genomfört en undersökning om förtroendet för upplåningsverksamheten. Betyg ges på en femgradig skala där betyg 4 betecknas som ”utmärkt” medan ett värde under 3 är underkänt. I figur 4.4 redovisas hur förtroendet för Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet utvecklats.

Figur 4.4 Förtroende för Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet



Källa: Riksgäldskontoret/Prosperas undersökningar

I undersökningen för 2019 var det sammanfattande betyget från återförsäljarna 3,9.¹⁰ Motsvarande betyg från de svenska och internationella investerarna var 4,1 respektive 3,8. Betyget från återförsäljare var 2019 det lägsta under utvärderingsperioden men även betyget från internationella investerare hade försämrats i jämförelse med föregående år. Återförsäljarna upplevde den största försämringen och det var främst marknadsvärd, information om realobligationer och ett konsekvent agerande som påverkade nedgången.

Marknadsaktörerna får även rangordna betydelsen av Riksgäldskontorets strategier och betygsätta hur de uppfattar Riksgäldskontoret i dessa strategier. I tabell 4.3 framkommer vilket betyg respektive strategi har fått

¹⁰ Undersökningen för 2019 genomfördes mellan den 7 november och den 8 januari 2020. Totalt intervjuades 64 personer.

av marknadsaktörerna. Betygen ligger över 4 på samtliga områden under hela utvärderingsperioden förutom för marknadsvård genom byten i realobligationer. Marknadsvård genom repor i statspapper är det område som rangordnats som marknadens viktigaste krav och betyget höjdes successivt under utvärderingsperioden, men föll från 4,8 till 4,0 mellan 2018 och 2019. Enligt Riksgäldskontoret har inga förändringar i repo-faciliteten genomförts, utan det sämre betyget beror troligen på den fortsatta försämringen på andrahandsmarknaden som återförsäljarna upplever. Även betyget inom strategin marknadsvård genom byten i realobligationer har försämrats. Situationen på marknaden för realobligationer var under 2019 ansträngd och Riksgäldskontoret emitterade vad som bedömdes vara en minivolym.

Tabell 4.3 Marknadsaktörernas viktigaste områden och dess betyg

Marknadens viktigaste krav	2015	2016	2017	2018	2019
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,0	4,3	4,7	4,8	4,0
Marknadsvård genom byten i realobligationer ¹	4,0	4,3	4,1	4,0	3,6
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,0	4,1	4,4	4,3	4,0
Information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,0	4,2	4,4	4,4	4,2
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,1	4,2	4,4	4,4	4,2

Källa: Riksgäldskontoret

1) Frågan ställs enbart till återförsäljare

4.4 Positionstagande

Regeringens bedömning: Under utvärderingsperioden visar positionsverksamheten ett sammanlagt underskott på 104 miljoner kronor. Därmed har det kvantitativa målet om att positionsverksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden inte uppnåtts. I början av 2018 avvecklade Riksgäldskontoret den externa förvaltningen.

De interna positionerna visade ett underskott på 10 miljoner kronor sett över hela utvärderingsperioden. Den interna positionsverksamheten motiveras utöver att sänka kostnaden och risken för statsskulden av att den bidrar till ökad marknadskunskap och bättre beredskap att hantera besvärliga marknadssituationer och oförutsedda händelser.

Inledning

Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och i kronans valutakurs i syfte att sänka kostnaden för statsskulden. Positionsverksamheten bedöms även bidra till positiva effekter i termer av ökat marknadsfokus och breddad kompetens i finansiella frågor hos Riksgäldskontoret. Nämnade effekter bedöms ha en positiv betydelse för att uppnå målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

Med positioner avses transaktioner som motiveras av en bedömning att kostnaden kan sänkas genom att avvika från skuldens löptid eller sammansättning. Positioner får endast tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen. Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden. Regeringen styr riskexponeringen i positionsverksamheten genom att i riktlinjerna besluta om två olika mandat för positionstagande.

Riksgäldskontorets utrymme att ta positioner har varit oförändrat under utvärderingsperioden.

Tabell 4.4 Mandat för positionstagande

	2015	2016	2017	2018	2019
Daglig VaR vid 95 % sannolikhet	300	300	300	300	300
Den svenska kronans valutakurs, mdkr	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5

Källa: Finansdepartementet

Mandatet i kronans valutakurs

Mandatet i kronans valutakurs har varit 7,5 miljarder kronor under hela utvärderingsperioden. Inför 2017 års riktlinjebeslut föreslog dock Riksgäldskontoret att mandatet skulle höjas till 20 miljarder kronor för att kunna möjliggöra ett tillfälligt valutaamorteringsstopp på upp till ett år. Mandatet på 7,5 miljarder kronor möjliggör ett tillfälligt amorteringsstopp på 4,5 månader. Regeringen avvisade förslaget om höjt mandat med hänvisning till att det skulle kunna riskera att komma i konflikt med den förda penningpolitiken (se även avsnitt 6). Däremot infördes i riktlinjerna 2017 förtydligande om att positionstagningen även kan göras i riskreducerande syfte i enlighet med Riksgäldskontorets förslag.

Mandatet i kronans valutakurs gör det möjligt att ta till vara svängningar i kronans värde gentemot andra valutor för att därigenom sänka kostnaden för statsskulden. Mandatet härstammar från det avvikelseintervall runt amorteringsriktvärdet på valutaskulden som tillämpades fram till augusti 2008. Det dåvarande andelsmålet på 15 procent för valutaskulden uppnåddes vid denna tidpunkt. Mandatet för positioner i kronans valutakurs fastställs i miljarder kronor.

Skälen för regeringens bedömning

Riksgäldskontoret har i positionsverksamheten tagit betydligt mindre risk än vad som rymts inom de tilldelade mandaten. Det totala riskutnyttjande

uppgick till 3,1 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk, vilket motsvarar 21 procent av det tilldelade riskmandatet i riktlinjerna. Samtidigt konstateras att positionsverksamheten visar ett sammanlagt underskott på 94 miljoner kronor under utvärderingsperioden, varav de externa förvaltarens del av underskottet stod för 36 miljoner kronor (inklusive provisioner). Den interna positionstagningen visade under perioden ett underskott på 10 miljoner kronor. Det innebär att det kvantitativa målet om att verksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden inte har uppnåtts. Som konstaterats i tidigare utvärderingar är det svårt att kvantifiera i vilken utsträckning positionsverksamheten bidrar till positiva effekter som i sin tur kan bidra till att sänka kostnaden för statsskulden.

Mot bakgrund av positionsverksamhetens svaga resultat under den föregående utvärderingsperioden 2011–2015, gav regeringen under våren 2016 Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera om positionsverksamheten i framtiden kan väntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet (Fi2016/01559/FPM). Av Riksgäldskontorets analys, som lämnades i anslutning till riktlinjeförslaget för 2017, framgick att myndigheten har bättre förutsättningar än många andra marknadsaktörer att agera långsiktigt och uthålligt. Riksgäldskontoret bör därför kunna ta positioner i situationer som andra marknadsaktörer också identifierar, men som de inte har möjlighet att utnyttja. Rapportens slutsats var att förutsättningarna är goda för att positionsverksamheten ska kunna bidra till att sänka kostnader och risker för statsskulden även i framtiden. I rapporten konstaterades samtidigt att den interna positionstagningen sedan starten 1992 genererat ett ackumulerat överskott på 28 miljarder kronor.

I riktlinjebeslutet för 2017 framgick att regeringen delar Riksgäldskontorets uppfattning i frågan. Det ökade marknadsfokus som positionsverksamheten medför bedöms stärka Riksgäldskontorets analysförmåga och omvärldsbevakning samt medför bättre beredskap att hantera besvärliga marknadssituationer och oförutsedda händelser. I riktlinjebeslutet för 2017 konstaterades också att en högre marknads närvaro leder till att Riksgäldskontoret kan få bättre priser för transaktioner i den övriga upplåningsverksamheten, samt att vikten av det senare kommer att öka när Riksgäldskontoret tar över de statliga myndigheternas valutaväxlingar från våren 2017. Det konstaterades även att ramverket för positionsverksamheten omarbetats för att förbättra riskspridningen och möjligheten att förbättra resultaten. I februari 2018 beslutade Riksgäldskontorets styrelse att avveckla de externa förvaltare som fungerat som ett komplement till den interna positionstagningen. I slutet av mars var beslutet genomfört.

Tabell 4.5 Resultat från positionstagning

Skr. 2019/20:104

	2015	2016	2017	2018	2019	Totalt	Snitt
Intern	-47	-1	13	11	14	-10	-2
Extern	44	44	-104	-20	NA	-36	-9
Provisioner	-25	-16	-11	-15		-67	
Totalt	-27	27	-102	-16	14	-104	-21

Källa: Riksgäldskontoret

Anm.: Sedan mars 2018 bedriver Riksgäldskontoret enbart intern positionstagning och har därför inget resultat för den externa positionstagningen och inga provisionskostnader.

Vid en analys av utfallet för utvärderingsperioden kan det konstateras att resultatet för den interna positionsverksamheten gradvis förbättrats sedan 2015. I förhållande till resultatförsämringen för de externa förvaltarna 2017 väger dock den interna förvaltningens resultatförbättringar lätt, vilket försvagar det sammantagna resultatet för utvärderingsperioden. Svängningar i årsresultat är dock inte unika varför positionsverksamheten ska utvärderas över rullande femårsperioder.

I maj 2018 beslutade Riksgäldskontorets styrelse att ta en position för en starkare krona i syfte att sänka kostnaden för statsskulden. Positionen skulle tas stegvis vid olika nivåer på kronkursen mot euron och som mest uppgå till 7 miljarder kronor. Vid slutet av 2019 omfattade positionen knappt 6,5 miljarder kronor och det orealiserade resultatet uppgick till 93 miljoner kronor. Riksgäldskontoret har därmed utnyttjat nästan hela sitt interna positionsmandat för en starkare krona under 2018 och 2019. Det realiserade resultatet kan beräknas först när positionen är avslutad. Positionen innebar att valutaexponeringen minskade i långsammare takt under en period, men när positionen avvecklas kommer valutaexponeringen öka i motsvarande grad.

Regeringen vill betona vikten av att positionsverksamhetens resultat redovisas transparent.

4.5 Upplåning på privatmarknaden

Regeringens bedömning: I december 2016 beslutade Riksgäldskontoret att tills vidare inte emittera nya premieobligationer. De låga räntorna medförde att målet om att minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden inte uppnåddes.

Marknadsförväntningar om långsamt stigande räntor och kostnader förknippade med att påbörja premieobligationsupplåningen igen gör att det är mycket tveksamt om upplåningsformen kommer att bli lönsam igen.

Redovisning av regeringens riktlinjebeslut

Riksgäldskontoret ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upp-

låning på institutionsmarknaden. I riktlinjerna för 2015–2016 var målet oförändrat enligt ovan, men i riktlinjerna för 2017 beslutade regeringen att förlänga målperspektivet för privatmarknadsupplåningen.

De senaste årens låga räntenivåer har gjort att privatmarknadsupplåningen inte bidragit till målet och för att begränsa räntekostnadsförlusten fram till dess att premieobligationsupplåningen bedöms vara lönsam igen uppmanade regeringen, i riktlinjerna för 2017, Riksgäldskontoret att överväga att inte ge ut premieobligationer. För att kunna behålla upplåningsformen då den bedöms kunna bli lönsam igen när räntorna stiger beslutade regeringen samtidigt att göra målperspektivet för privatmarknadsupplåningen mer långsiktigt. Underlag till beslutet om att förlänga målperspektivet fanns i Riksgäldskontorets rapport Avrapportering av regeringsuppdraget att analysera om upplåning i premieobligationer i framtiden bedöms kunna bidra till det statsskuldspolitiska målet (dnr Fi2016/01559/FPM).

I riktlinjerna för 2018 skedde inga förändringar men i riktlinjebeslutet för 2019 utgick lydelsen om upplåning på privatmarknaden. Motiveringen var att de tidigare formuleringarna utgår från att privatmarknadsupplåning är förenlig med budgetlagens mål för statsskulden, nämligen att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Regeringen ansåg att formulering var onödig och att det fanns en risk med att den leder till ökad otydlighet. Regeringen bedömde att Riksgäldskontoret både har en möjlighet och en skyldighet att bedriva privatmarknadsupplåning om denna bedöms som effektiv utifrån det överordnade målet även utan någon specifik riktlinje för just privatmarknadsupplåningen. Riksgäldskontoret fick i uppdrag att överväga om staten bör avveckla upplåningen med premieobligationer efter att den varit pausad sedan 2016 (Fi2018/01695/FPM). Riksgäldskontorets samlade bedömning var att premieobligationer inte längre kan bidra till att minska kostnaden för statsskulden och om myndigheten i framtiden skulle se att någon ny form av upplåning på privatmarknaden som kan bidra till att sänka kostnaderna eller risken i statsskuldförvaltningen så kommer det att övervägas inom ramen för de gällande riktlinjerna.

Skälen för regeringens bedömning

Inledning

Privatmarknadsupplåningen (Premieobligationer och Riksgäldsspar) uppgick vid slutet av 2019 till 2,9 miljarder kronor, vilket motsvarade 0,3 procent av statsskulden. Jämfört med utvärderingsperiodens början (dvs. vid slutet av 2014) motsvarar detta en minskning med 34 miljarder kronor eller 92 procent. Av minskningen förklarar avvecklingen av Riksgäldsspar strax över en tredjedel av beloppet och minskade utestående volymer premieobligationer resterande del.

Riksgäldskontorets beslut från maj 2013 om att avveckla Riksgäldsspar med rörlig ränta till årsskiftet 2015/2016 fattades mot bakgrund av att konkurrensen på sparmarknaden ökat. Den ökade konkurrensen bedömdes göra det omöjligt att på sikt behålla tillräcklig lönsamhet för att motivera

sparformen. Även volymen Premieobligationer har minskat kraftigt under utvärderingsperioden. I december 2016 beslutade Riksgäldskontoret att tills vidare inte emittera nya premieobligationer.

Skr. 2019/20:104

Tabell 4.6 Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning

	2015	2016	2017	2018	2019	Totalt	Snitt
Premieobligationer	33	-23	-21	-3	-4	-18	-3,6
Riksgäldsspar	-40	-10	-3	-3	-5	-61	-12,2
Summa besparing	-7	-33	-24	-6	-9	-78	-15,6

Källa: Riksgäldskontoret

Anm: På grund av avrundning kan det i vissa fall uppstå skillnaden i summeringen.

Privatmarknadsupplåningen har ökat kostnaderna under utvärderingsperioden. Kostnaden för de utestående lånen var under 2019 fortsatt högre jämfört med motsvarande upplåning på den institutionella marknaden, Sett över hela utvärderingsperioden uppgick den samlade kostnaden för privatmarknadsupplåningen till 78 miljoner kronor. Det är första gången upplåningen på privatmarknaden inneburit en merkostnad sett över en hel utvärderingsperiod. Premieobligationer stod för 18 miljoner kronor, medan Riksgäldsspar stod för 61 miljoner kronor av kostnaden. Utvecklingen av kostnaderna beror framförallt på att Riksgäldskontoret har fasta kostnader för systemstöd och tjänster som krävs tills att den sista premieobligationen förfaller 2021, vilket medför att kostnaden för de få lån som återstår blir relativt hög.

Premieobligationer

I december 2016 fattade Riksgäldskontorets styrelse beslut om att inte ge ut premieobligationer tills vidare mot bakgrund av att det låga ränteläget gör upplåningsformen olönsam. Beslutet begränsade förlusterna i premieobligationsupplåningen till 21 miljoner kronor under 2017, vilket var 2 miljoner kronor mindre jämfört med föregående år. Förbättringen berodde på att två förlustlån återbetalades under 2017. Minskningen i merkostnader under 2018 i jämförelse med 2017 berodde på att resultatet 2017 påverkades negativt av premieobligationer som getts ut till högre ränta än motsvarande statsobligationsräntan.

Det låga ränteläget har markant sänkt Riksgäldskontorets upplåningskostnader på de institutionella marknaderna. Det är denna upplåningskostnad som upplåningskostnaden i premieobligationer jämförs med. Motsvarande sänkning av upplåningskostnaderna i premieobligationer har inte varit möjlig eftersom de villkor som kunderna (främst privatpersoner) möter på marknaden för räntesparande inte försämrats i samma utsträckning. Marknadsförväntningar om långsamt stigande räntor och kostnader förknippade med att återuppta verksamheten gör det mycket tveksamt om upplåningsformen kommer att bli lönsam igen.

Historiskt har upplåning från hushåll, bl.a. i form av premieobligationer, haft stor betydelse för finansieringen av statsskulden. I takt med att finansmarknaderna utvecklats har Riksgäldskontorets sätt att låna förändrats. Detta har inneburit att premieobligationsupplåningen idag har en

mycket begränsad roll i statsskuld förvaltningen. Vid 2019 års slut uppgick den utestående volymen till ca 3 miljarder kronor. Trenden om minskade volymer har varit tydlig de senaste åren och jämfört med för fem år sedan har den utestående volymen minskat med 84 procent. I tidigare utvärderingar konstateras att upplåningsformen inte påverkar Riksgäldskontorets beredskapsförmåga att snabbt kunna låna stora belopp om lånebehovet skulle stiga kraftigt. Den beredskapen upprätthålls genom närvaro på de institutionella marknaderna i Sverige och internationellt. Den enda anledningen att upprätthålla privatmarknadsupplåningen är om den kan förväntas bidra till lägre kostnader för statsskulden.

Riksgäldsspar

Mot bakgrund av Riksgäldskontorets beslut i maj 2013 om att Riksgäldsspar med rörlig ränta skulle vara avvecklat till årsskiftet 2015/2016 betalades huvuddelen av stocken tillbaka till kontoinnehavarna i november 2015. Under utvärderingsperioden har ytterligare medel betalats ut och i december 2019 återstod 29,6 miljoner kronor. I december 2012 stängdes Riksgäldsspar med fast ränta för nyteckning, men redan tecknade konton löper vidare till sina förfallodagar. De sista kontona förfaller i december 2020. Vid 2019 års utgång återstod 29,6 miljoner kronor på konton för Riksgäldsspar med fast ränta.

4.6 Lån för att tillgodose behovet av statslån

Regeringens bedömning: Det har inte funnits skäl att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån under utvärderingsperioden 2015–2019. Riksgäldskontoret har inte heller gjort någon sådan extra upplåning.

Redovisning av regeringens riktlinjebeslut

Möjligheten att emittera lån för att tillgodose behovet av statslån har sin bakgrund i den kraftiga efterfrågeökning på statspapper som uppstod efter Lehman Brothers konkurs i september 2008. För att möta den stora efterfrågan och dämpa den finansiella oron valde Riksgäldskontoret att genomföra extra auktioner i statsskuldväxlar. De extra emissionerna beslutades i samråd med Riksbanken. En övre gräns på de utestående extra statsskuldväxlarna sattes till 150 miljarder kronor. I efterhand beslutade riksdagen om en lagändring som innebar ett nytt upplåningsändamål i nuvarande 5 kap. 1 § första stycket 4 budgetlagen [2011:203]) avseende upplåning för att tillgodose behovet av statslån med olika löptid. I riktlinjebeslutet för 2009 beslutades att den utestående volymen för ändamålet maximalt får uppgå till ett värde av 200 miljarder kronor. I senare riktlinjebeslut har förtydliganden gjorts bl.a. vad gäller ändrad referens från en lag som upphört gälla. I riktlinjebesluten regleras upplåningsändamålet på följande sätt.

- Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån enligt 5 kap. 1 § budgetlagen får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion.

- Riksgäldskontoret får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål. Skr. 2019/20:104
- Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut.

Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer under utvärderingsperioden har överensstämt med regeringens beslut.

Skälen för regeringens bedömning

Under utvärderingsperioden 2015–2019 har det inte uppstått hot mot den finansiella stabiliteten som motiverat extra emissioner av statslån. Riksgäldskontoret har under utvärderingsperioden inte heller tagit upp lån för detta ändamål. Upplåning för ändamålet har endast tagits upp en gång, vilket var under finanskrisens mest turbulenta skede hösten 2008. Den extra upplåning som då togs upp utvärderades i skrivelsen Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2005–2009 (skr. 2009/10:104).

5 Utvärdering av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning

I detta avsnitt utvärderas Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut avseende upplåning och skuldförvaltning. Inom ramen för regeringens riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet har Riksgäldskontorets styrelse i uppgift att fatta strategiska beslut.¹¹ De operativa besluten fattas inom myndigheten.

Regeringens riktlinjer begränsar statsskuldens exponering mot olika risker. Däremot styr inte riktlinjerna hur själva finansieringen ska göras, dvs. i vilket skuldslag och med vilken löptid upplåningen ska göras. För att kunna låna på ett flexibelt och effektivt sätt samtidigt som riskerna hålls inom riktlinjernas ramar använder Riksgäldskontoret derivatinstrument.

5.1 Förvaltningsstrategier

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets förvaltningsstrategier har haft en positiv inverkan på den svenska statspappersmarknaden och bidrar till en väl fungerande statspappersmarknad. En väl fungerande statspappersmarknad minskar både statens upplåningskostnader och risk.

¹¹ De interna riktlinjerna fastställs årligen i Riksgäldskontorets finans- och riskpolicy.

Inledning

Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor gör det lättare för återförsäljarna att ställa priser, vilket har en positiv effekt för likviditeten på statspappersmarknaden. Systemet av återförsäljare på den svenska statspappersmarknaden och syndikerad upplåning på den internationella kapitalmarknaden utgör väl fungerande infrastruktur för upplåningen. Infrastrukturen stöder både en effektiv regelbunden upplåning och möjligheten att låna upp stora volymer i en eventuell krissituation. Strategin om att vara transparent, förutsägbar i sin kommunikation bidrar till att göra statspappersmarknaden förutsägbar. Den årliga undersökningen pekar på att Riksgäldskontoret fokuserar på rätt saker, eftersom Riksgäldskontoret har högst betyg på de områden som marknaden bedömt som viktigast.

Riksgäldskontorets mål och strategier

Det övergripande målet för statsskuldsvårdningen är att minimera kostnaden för statsskulden utan att den långsiktiga risken blir för hög. Riksgäldskontoret gör detta genom att verka för att marknaden för svenska statspapper ska vara attraktiv för så många investerare som möjligt. Om många investerare vill låna ut pengar till svenska staten blir kostnaden för statsskulden lägre. Dessutom främjas likviditeten i marknaden, vilket i sin tur stimulerar efterfrågan på statspapper. Ytterligare en aspekt är att finansieringsrisken blir lägre om många långgivare är beredda att låna ut pengar till svenska staten.

För att uppnå målen använder Riksgäldskontoret två kategorier av förvaltningsstrategier. Den första handlar om att *understödja likviditet och infrastruktur* och den andra om att *agera transparent och förutsägbart i upplåningen*. För att mäta hur Riksgäldskontorets återförsäljare och investerare ser på Riksgäldskontorets strategier och förmåga att genomföra dessa gör Kantar SIFO Prospera en årlig enkätundersökning (se även avsnitt 4.3).¹² De olika frågorna graderas i fem steg där ett är det lägsta och fem är det högsta. Strategierna inom kategorin *likviditet och infrastruktur* innefattar många och effektiva försäljningskanaler samt marknadsvård. Inom marknad- och skuldsvård fick Riksgäldskontoret betyget 4,0 för marknadsvårdande repor och 3,6 för marknadsvårdande byten i realobligationer. För båda var det ett sämre betyg jämfört med föregående år. Under 2019 genomfördes inga förändringar som kan förklara försämringen i resultatet. En potentiell förklaring kan vara den försämrade likviditeten på andrahandsmarknaden. Betyget för de sammanvägda bedömningarna för Riksgäldskontorets strategier och agerande försämrades från samtliga tillfrågade kategorier (Återförsäljare, svenska investerare och internationella investerare). Skälen till försämringen i betygen skiljer sig åt men den ansträngda marknadslikviditeten samt tydligare information är återkommande i flera kategorier.

¹² Undersökningen för 2019 genomfördes mellan den 7 november 2019 och den 8 januari 2020 december. Totalt intervjuades 64 personer.

Inom kategorin *transparens och förutsägbarhet* strävar Riksgäldskontoret för att:

- kommunicera öppet och tydligt,
- regelbundet publicera prognoser på upplåningsbehovet,
- hantera upplåningen på ett konsekvent sätt med tydliga principer, och
- upprätthålla goda investerrelationer.

Inom ramen för arbetet med investerrelationer har Riksgäldskontoret hållit ett flertal möten och konferenser med både svenska och utländska investerare. Betyget för 2019 sjönk i förhållande till 2018.

De första tre punkter tillgodoses genom olika publikationer, t.ex. rapporten ”Statsupplåning - prognos och analys” som publiceras tre gånger om året och Riksgäldskontorets låneplan som baseras på en prognos för statens bruttolånebehov (avsnitt 5.2).

Riksgäldskontoret fick för 2019 betyget 4,2 för kommunikation kring lånebehov/finansiering och 4,0 för ett tydligt och konsekvent agerande. Det var något sämre jämfört med 2018 då betygen var 4,4 för kommunikationen och 4,3 för agerandet.

Sammantaget visar den årliga undersökningen att marknadens krav på Riksgäldskontoret är höga och att Riksgäldskontoret i stort lever upp till dessa men att uppfyllelsen försämrats under 2019. Alla bedömningskriterier förutom ett får ett betyg på 4 eller mer på skalan 1–5 och som helhet uppnår Riksgäldskontoret en högre nivå än 205 förutom hos återförsäljarna. Vidare framkommer att Riksgäldskontoret fokuserar på rätt områden i sitt arbete med de framtagna strategierna.

5.2 Prognoser över nettolånebehovet

Regeringens bedömning: För att kunna bedriva en effektiv skuld- och likviditetsförvaltning behöver Riksgäldskontoret göra prognoser över statens nettolånebehov. Prognoserna är även viktiga av marknads- och skuldvardsskäl, eftersom de gör det möjligt för investerarna att bedöma hur volymen statspapper kommer att utvecklas de närmaste åren. När statspappersmarknaden är förutsägbar och transparent minskar risken för investerarna, vilket kan bidra till lägre upplåningskostnader för staten.

Under utvärderingsperioden har Riksgäldskontorets nettolånebehovsprognoser i stort visat liknande precision som övriga statliga prognosmakares. Precisionen i prognoserna bedöms som rimlig utifrån givna förutsättningar. Ett större prognosfel för 2017 bidrog till att kassaöverskottet blev betydligt högre för 2017, men efter vidtagna åtgärder har kassaöverskottet successivt reducerats till att i slutet av 2019 ligga i linje med en genomsnittlig nivå av de senaste tio åren.

Inledning

Statens nettolånebehov är starkt beroende av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och i våra exportländer. Politiska beslut har också stor betydelse, liksom engångsvisa händelser såsom inkomster från försäljningar av statliga bolag eller vidareutlåning till Riksbankens valutareserv. Det är därför svårt att prognostisera lånebehovet på flera års sikt. För den operativa statsskuldsförvaltningen är prognosen för det innevarande och närmast följande året viktigast.¹³ Prognoser för denna period publiceras av Riksgäldskontoret med regelbundenhet vid tre tillfällen per år. Utöver det interna behovet för låneplaneringen bidrar även prognoserna till att göra statsskuldspolitiken mer förutsägbar. I prognosrapporterna redovisas även en plan för hur bruttoupplåningen ska finansieras baserat på nettolånebehovsprognosen och de lån som löper till förfall. På så sätt kan marknadsaktörerna bilda sig en uppfattning om det planerade utbudet i de olika låneinstrumenten. Detta bidrar till ökad transparens och förutsättningar för en långsiktigt kostnadseffektiv upplåning.

Jämförelse med andra myndigheters prognoser

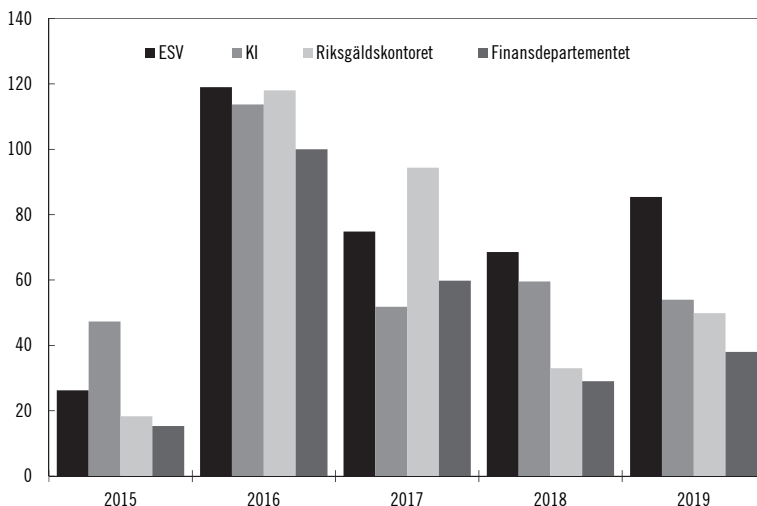
Förutom Riksgäldskontoret gör Konjunkturinstitutet (KI), Ekonomistyrningsverket (ESV) och Finansdepartementet prognoser på statens nettolånebehov. De olika myndigheternas prognoser har olika syfte. Prognosmetoderna och tidshorizonten i prognoserna skiljer sig också åt. Under utvärderingsperioden uppvisar myndigheterna relativt likartade prognoser. Riksgäldskontorets avvikelse 2017 berodde dels på den oväntat starka utvecklingen i statsfinanserna, dels på likviditet som kom in via Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor. I figur 5.1 redovisas skillnaden mellan respektive myndighets prognos från föregående höst och utfallet i absoluta värden. Som framgår avvek samtliga myndigheters prognoser mer eller mindre likartat.

¹³ Riksgäldskontoret gör även månadsprognoser och dagsprognoser. Månadsprognoserna redovisas också i upplåningsrapporten men dagsprognoserna används endast internt i likviditetsförvaltningen och publiceras inte.

Figur 5.1 Olika bedömares prognoser på statens nettolånebehov

Skr. 2019/20:104

Miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret

Riksgäldskontorets årsprognoser

I tabell 5.1 redovisas Riksgäldskontorets lånebehovsprognoser för 2018 och 2019 samt utfallen fördelade på olika komponenter.

Tabell 5.1 Riksgäldskontorets lånebehovsprognoser

	Årsprognoser 2018					Årsprognoser 2019				
	17:3	18:1	18:2	18:3	Utfall	18:3	19:1	19:2	19:3	Utfall
Primärt lånebehov	-58	-93	-102	-109	-93	-82	-60	-141	-135	-134
Varav vidareutlåning	10	9	11	11	11	3	4	-67	-67	-67
Räntor på statsskulden	11	13	12	13	13	20	20	20	22	22
Nettolånebehov	-47	-80	-90	-96	-80	-62	-40	-121	-113	-112

Anm.: I nettolånebehovet har kapitalplaceringar på skattekontot inte exkluderas.

Källa: Riksgäldskontoret

För 2019 var nettolånebehovet -112 miljarder kronor där prognoserna varierade mellan -62 och -121 miljarder kronor. Prognoserna för 2019 överskattade genomgående styrkan i ekonomin vilket gjorde till att skatteinkomsterna blev lägre än förväntat. Att budgetsaldot ändå blev större än de initiala prognoserna 2019 beror på Riksbankens beslut att betala tillbaka en del av sina lån till Riksgäldskontoret. Avvikelsen mellan den sista prognosen (19:3) och den första prognosen (18:3) var 51 miljarder kronor. För 2018 blev nettolånebehovet -80 miljarder kronor. Den ökande mängden kapitalplaceringar på skattekontot, i synnerhet från

företag, har varit en bidragande osäkerhet i prognostiseringen under flera års tid.

5.3 Upplåningen i sammandrag

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets upplåning bedöms övergripande ha bedrivits i enlighet med det statsskuldspolitiska målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

Skälen för regeringens bedömning

Inledning

Det totala upplåningsbehovet påverkas både av statens nettolånebehov (statsbudgetens saldo) och av volymen upplåningsinstrument som löper till förfall under året (dvs. volymer som behöver refinansieras). Under utvärderingsperioden har Riksgäldskontoret lånat upp de volymer som redovisas på sista raden i tabell 5.2. Som framgår har upplåningsbehovet brutto minskat från 479 miljarder kronor 2015 till 158 miljarder kronor 2019. En viktig förklaring till de minskade bruttolånebehoven är att nettolånebehovet varit negativt, dvs staten budget har visat överskott.

Tabell 5.2 Upplåningsbehov brutto

<i>Miljarder kronor</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Nettolånebehov	33	-85	-62	-80	-112
Affärsdagsjustering m.m.¹	0	-7	4	37	-15
Privatmarknad och säkerheter, netto²	31	6	14	12	4
Förfall penningmarknad³	256	284	144	122	70
Statsskuldväxlar	88	141	84	88	20
Commercial paper	124	87	12	0	0
Likviditetsförvaltningsinstrument	167	143	60	31	50
Förfall, byten och uppköp, kapitalmarknad	160	104	145	107	211
Nominella statsobligationer	75	53	69	5	99
Reala statsobligationer	31	1	15	1	25
Obligationer i utländsk valuta ⁴	54	49	62	101	87
Totalt upplåningsbehov, brutto	479	302	246	198	158

¹Justering för skillnaden mellan likviddag och affärsdag.

²Nettoförändring i privatmarknadsupplåning och säkerheter.

³Initial stock med förfall inom 12 månader. Likviditetsförvaltningsinstrument redovisas netto, inkl. tillgångar.

⁴Beräknat med den växelkurs obligationerna ursprungligen gavs ut till.

Källa: Riksgäldskontoret

I tabell 5.3 redovisas hur Riksgäldskontoret finansierat bruttolånebehovet som redovisats i tabell 5.2. Av tabell 5.3 framgår att upplåningen på både penning- och kapitalmarknaden minskat under utvärderingsperioden, med undantag för upplåningen på penningmarknaden 2017. Under 2017 var upplåningen på penningmarknaden mindre än hälften så stor som under

2015. Sedan 2016 finansieras vidareupplåningen till Riksbanken till största del via obligationer i utländsk valuta, men 2018 användes medel från kassan till ett lån på 2,25 miljarder dollar. Motsvarande belopp i kronor omvandlades till dollar med hjälp av valutaderivat och kunde sedan lånas ut till Riksbanken.

Tabell 5.3 Total upplåning brutto

<i>Miljarder kronor</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Penningmarknad, upplåning	284	144	122	70	101
Statsskuldväxlar	141	84	88	20	20
Likviditetsförvaltningsinstrument statens egen del	56	48	31	50	81
vidareutlåning till Riksbanken	134	48	31	50	81
9	12	4	0	0	
Kapitalmarknad, upplåning	194	157	124	128	57
Nominella statsobligationer	86	81	51	32	30
Reala statsobligationer	17	16	12	9	8
Obligationer i utländsk valuta statens egen del	91	61	61	88	19
38	0	0	0	0	
vidareutlåning till Riksbanken	53	61	61	88	19
Upplåning, brutto	479	302	246	198	158

Källa: Riksgäldskontoret

Anm.: Avrundning medför att totalbeloppet för olika marknader kan skilja sig marginellt från en summering av delposterna.

Nedan redovisas hur upplåningen i de olika instrumenten har gjorts under utvärderingsperioden.

Penningmarknadsupplåningen

På penningmarknaden lånar Riksgäldskontoret på korta löptider. Det sker främst genom att ge ut statsskuldväxlar och commercial paper. Instrumenten används både i den reguljära upplåningen och i likviditetsförvaltningen (avsnitt 5.4). Statsskuldväxlar emitteras regelbundet via auktioner och anpassas i viss mån efter säsongsvariationer i lånebehovet. Växelstocken är som störst i december, när statens nettolånebehov vanligtvis är som störst. Av tabell 5.4 framgår att teckningskvoten i emissionerna varit över två för samtliga år förutom 2017 då den var strax under två. Snitträntan vid auktionerna höjdes 2019 främst mot bakgrund av att Riksbanken höjde reporäntan. Under 2015 var snitträntan vid auktionerna -0,34 procent och under 2019 var den -0,47 procent. Den utestående volymen vid årets slut har minskat kraftigt från 141 miljarder kronor till 20 miljarder kronor 2019.

Tabell 5.4 Teckningskvot, snittränta och utestående volym
Statsskuldväxlar

<i>Procent</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Teckningskvot ¹	2,15	2,12	1,96	2,44	2,17
Snittränta	-0,34	-0,69	-0,74	-0,78	-0,47
Utestående volym ²	141	84	88	20	20

¹Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym

²Vid årets slut uttryckt i miljarder kronor

Källa: Riksgäldskontoret

Vid behov kompletterar Riksgäldskontoret statsskuldväxelupplåningen med att ge ut commercial paper i utländsk valuta. Fördelen med commercial paper är att Riksgäldskontoret kan utnyttja den internationella efterfrågan på korta statspapper i t.ex. amerikanska dollar och euro. På den internationella penningmarknaden kan Riksgäldskontoret låna stora belopp på kort tid, vilket är värdefullt om man ska parera stora variationer i statens kassaflöden. Commercial paper har tidigare år varit ett viktigt instrument för Riksgäldskontoret, men de senaste årens låga nettolånebehov (dvs. budgetöverskott) har inneburit att behovet av att låna i commercial paper varit litet. Under 2017 emitterades 3,4 miljarder amerikanska dollar och vid årsskiftet var den utestående stocken en halv miljard dollar. Hela beloppet avsåg vidareutlåning till Riksbanken. Under 2018 ansåg Riksgäldskontoret att det inte fanns något behov av sådan upplåning men under 2019 lånades 1 miljard dollar upp inom ramen för likviditetshanteringen.

Kapitalmarknadsupplåningen

Kapitalmarknadsupplåningen utgörs av upplåning i nominella statsobligationer, reala statsobligationer och obligationer i utländsk valuta. Nominella statsobligationer är den största och viktigaste finansieringskällan varför denna upplåning prioriteras framför andra instrument. Den emitterade volymen är avgörande för likviditeten av nominella statsobligationer på andrahandsmarknaden som i sin tur kan påverka prissättningen. Emissionerna görs via Riksgäldskontorets återförsäljare vid regelbundna auktioner enligt i förväg fastställd låneplan. Genom att sälja små volymer vid många tillfällen minskar risken för att upplåningen av stora volymer görs vid ofördelaktiga marknadslägen. Samtidigt erbjuds investerare kontinuerligt tillgång till primärmarknaden. Det är framför allt storleken på nettolånebehovet som styr hur stora emissionerna blir på sikt.

Tabell 5.5 Teckningskvot, snittränta och utestående volym

Skr. 2019/20:104

Nominella statsobligationer

<i>Procent</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Teckningskvot ¹	2,52	3,06	3,02	3,70	4,43
Snittränta ²	0,48	0,28	0,51	0,71	0,01
Utestående volym ³	603	630	612	638	570

¹Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym²Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår inte³Vid årets slut uttryckt i miljarder kronor

Källa: Riksgäldskontoret

Under 2019 emitterades nominella statsobligationer till ett värde av 30 miljarder kronor, vilket kan jämföras med 86 miljarder 2015. Riksgäldskontoret bedömer att emissionsvolymen nu är så liten att det inte är möjligt att minska volymen ytterligare utan att leda till både sämre låneberedskap och högre upplåningskostnader på sikt.

Som framgår av tabell 5.5 har aktionerna i nominella statsobligationer övertecknats med två till fyra gånger de senaste åren och trenden är ökande. Snitträntan i auktionerna följer marknadsräntans utveckling i stora drag, räntor som Riksgäldskontoret i genomsnitt lånade till 2019 var historiskt låg och en markant sänkning i jämfört med 2018. Minskningen berodde inte enbart på att räntan sjönk utan även på att andelen tioåriga obligationer som emitterades var lägre 2019. Riksgäldskontoret sålde i stället en större volym i kortare utgåvor. Den utestående volymen nominella statsobligationer vid 2019 års slut var 570 miljarder kronor och av den ägde Riksbanken 51 procent (se avsnitt 6).

Reala statsobligationer utgör ett komplement till nominella statsobligationer. Genom att ge ut reala obligationer kan Riksgäldskontoret attrahera investerare som vill undvika risken för att inflationen urholkar värdet på obligationerna.

Tabell 5.6 Teckningskvot, snittränta och utestående volym

Reala statsobligationer

<i>Procent</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Teckningskvot ¹	3,26	2,09	2,44	2,97	3,42
Snittränta ²	-0,78	-1,26	-1,28	-1,29	-1,72
Utestående volym ³	183	200	200	212	192

¹Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym²Vid årets slut uttryckt i miljarder kronor³För reala obligationer anges realränta

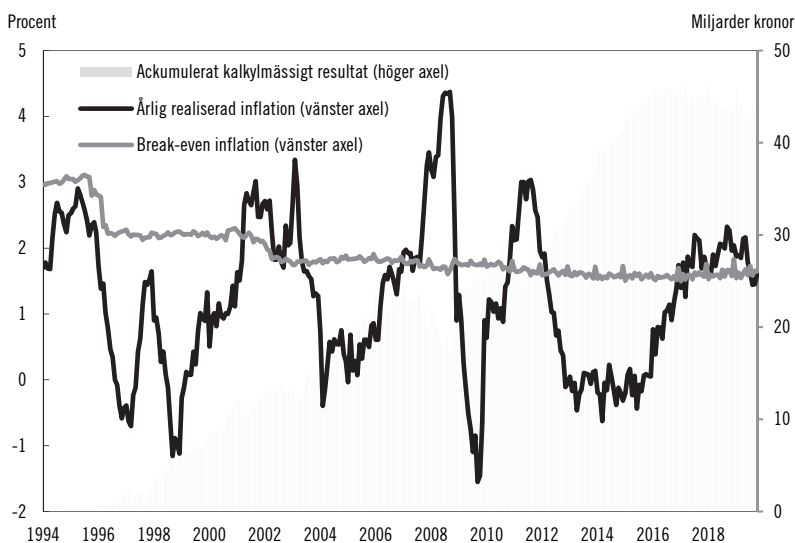
Källa: Riksgäldskontoret

Den genomsnittliga realräntan i auktionerna var relativt konstant 2016 till 2018 men sjönk 2019 i likhet med snitträntan för statsobligationer. För 2019 uppgick den emitterade volymen till knappt 8 miljarder kronor. Efterfrågan på realobligationer var varierat under utvärderingsperioden; två auktioner 2019 var undertecknade och i en auktion valde Riksgälds-

kontoret att inte sälja hela volymen eftersom lånevillkoren inte bedömdes vara marknadsmässiga.

Det kalkylmässiga resultatet har sedan dess introduktion 1994 ackumulerats till 43,6 miljarder kronor. En stor del kommer från de perioder då inflationen varit oväntat låg.¹⁴ För 2018 blev resultatet -1,5 miljarder kronor och för 2019 uppgick resultatet till 0,1 miljarder kronor. Under 2019 var inflationsuppräknningen, som uppgick till 1,6 procent, endast marginellt lägre än den genomsnittliga break even-inflationen för real-skulden vid ingången av året, vilket innebär att realskulden varken upphov till någon tydlig kostnadsbesparing eller merkostnad för 2019. Den realiserade inflationen har sedan början av 2017 legat på ungefär samma nivå som den genomsnittliga break even-inflationen i realskulden.¹⁵ Dessförinnan låg den realiserade inflationen i genomsnitt lägre än break even-inflationen, vilket innebär att kostnaden var lägre för real-obligationer än för en hypotetisk nominell skuld med samma löptid. I och med att break even-inflationen fallit en längre tid och numer är ungefär på samma nivåer som den realiserade inflationen så finns det i dagsläget inga tydliga kostnadsbesparingar mellan real och nominell upplåning.

Figur 5.2 Ackumulerat resultat av realupplåning (kalkylmässigt)



Källa: Riksgäldskontoret

Upplåning i utländsk valuta

Riksgäldskontoret ger även ut obligationer i utländsk valuta. På så sätt sprids finansieringen av statskulden på flera marknader och investerarsbasen blir bredare. Till skillnad från statsobligationer i svenska kronor auktioneras, använder Riksgäldskontoret syndikering för att sälja publika

¹⁴ Under perioderna 1998–2000, 2003–2006 och 2012–2015 var inflationen oväntat låg.

¹⁵ Med break even-inflation menas den inflationstakt som impliceras av skillnaden i ränta mellan en realobligation och en statsobligation med samma löptid.

obligationer i utländsk. Syndikering innebär att Riksgäldskontoret anlitar en grupp av banker, ett syndikat, som genomför försäljningen.

På den internationella kapitalmarknaden kan Riksgäldskontoret låna stora belopp på kort tid. För att upprätthålla beredskapen att vid behov kunna låna större belopp finns det därför skäl att med viss regelbundenhet låna i utländsk valuta. Upplåningen i utländsk valuta under perioden 2016–2019 var uteslutande för vidareutlåning till Riksbanken som uppgick till 88 miljarder kronor 2018 och 19 miljarder kronor 2019. Under 2019 förföll lån till Riksbanken motsvarande 66 miljarder kronor. Endast en mindre del, 19 miljarder kronor ersattes med ett nytt treårigt lån i amerikanska dollar. Resterande del refinansierades inte eftersom Riksbanken beslutade i mars 2019 att minska valutareserven med 8 miljarder amerikanska dollar. 2018 emitterades två obligationer på totalt 6 miljarder dollar och en obligation på 4 miljarder euro. Merparten av lånen refinansierades med nya lån i utländsk valuta, men till ett lån på 2,25 miljarder dollar användes i stället medel från kassan som omvandlades till utländsk valuta. Enligt önskemål från Riksbanken var löptiden för de obligationer som emitterades under 2018 tre och fem år.

Derivatinstrument

För att kunna låna på ett flexibelt och effektivt sätt samtidigt som riskerna hålls inom regeringens riktlinjer använder Riksgäldskontoret derivatinstrument. För att styra skuldens duration (löptid) utan att påverka refinansieringsrisken används ränteswappar.¹⁶

Analysen som gjordes fram till riktlinjeförslaget för 2016 (dvs. när statskuldens löptid började höjas), pekade på att det var mer kostnadseffektivt att ha kort ränteeponering än lång eftersom korta räntor historiskt sett varit lägre än långa räntor. Under en längre period användes därför ränteswappar i stor omfattning för att förkorta statskuldens löptid så den lägre refinansieringsrisken kunde bibehållas samtidigt som den kortare ränteeponeringen gav lägre upplåningskostnader.

Genom att använda swappar för att förkorta löptiden i stället för att ändra fördelningen mellan obligationer och statskuldeväxlar bidrog med 1 miljard kronor ackumulerat resultat under perioden 2015–2019.

Under 2018 och 2019 uppgick volymen till nya ränteswappar till 15 respektive 5 miljarder kronor, vilket kan jämföras med ca 30 miljarder kronor per år under 2013 och 2014. Volymen 2018 var mer än föregående år men för både 2018 och 2019 var volymen mindre än den volym som förföll. Den utestående stocken fortsatte därmed att minska både 2018 och 2019 och nådde 2019 den lägsta nivån på tio år. De nya ränteswapparna ingicks med betydligt kortare löptid än tidigare, vilket ger mindre effekt på duration jämfört med samma nominella belopp i längre löptider. På

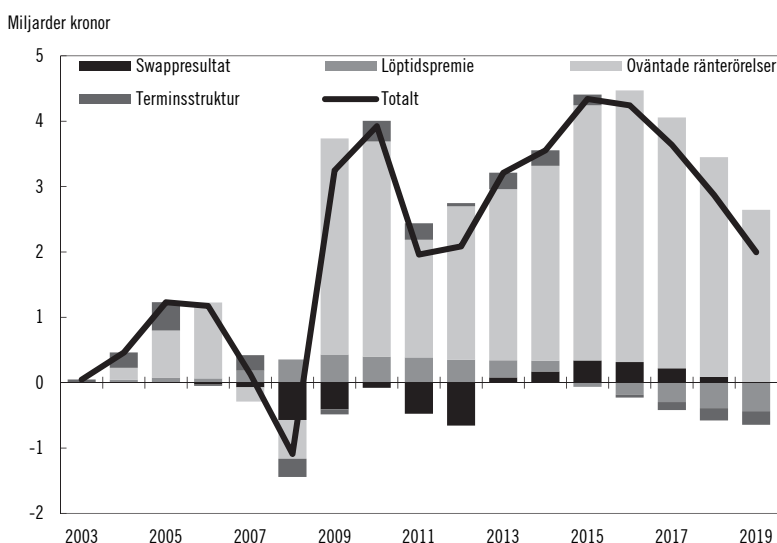
¹⁶ En ränteswapp är ett avtal mellan två parter om att byta fast ränta mot rörlig ränta. Förkortningen av löptiden som Riksgäldskontoret uppnår med ränteswapparna kan gå till på följande sätt: 1) Riksgäldskontoret ger ut en statsobligation med exempelvis tioårig löptid och fast ränta. 2) Riksgäldskontoret ingår en ränteswapp och erhåller en fast ränta mot att betala tremånadersränta (3M Stibor) under tio år. Nettoeffekten blir att Riksgäldskontoret betalar 3M Stibor med ett avdrag som motsvarar skillnaden mellan swapp- och obligationsräntan.

grund av kassaöverskottet i likviditetsförvaltningen 2018 behövdes en större volym 2018 för att löptiden inte skulle bli för lång i förhållande till riktlinjerna.

I figur 5.3 redovisas det kalkylmässiga resultatet sedan swappar introducerades 2003. Redovisningen följer i stora drag den metod som föreslogs i Riksrevisionens rapport Riksgäldskontorets användning av ränteswappar – motiv, resultat och redovisning. Det föregående måttet redovisades resultatet som nettokassaflöde i ränteswappar, som beräknade skillnaden mellan den rörliga ränta som Riksgäldskontoret betalat och den fasta ränta som Riksgäldskontoret erhållit. Riksrevisionen lämnade 2018 en rapport om Riksgäldskontorets användning av ränteswappar och var i rapporten kritiskt till redovisningen då den ansågs ge en överdriven positiv bild av resultatet. Riksgäldskontoret menade att redovisningen av resultatet inte syftade till att utvärdera tekniken utan det centrala är den totala effekten av att förkorta löptiden. Riksrevisionen rekommenderade att om det kalkylmässiga resultatet fortsatt skulle användas så bör Riksgäldskontoret dela upp utfallet i dess olika beståndsdelar som swapresultat, löptidspremie och oväntade marknadsrörelser. Riksgäldskontorets redovisning av det kalkylmässiga resultatet delas numera upp i fyra beståndsdelar: instrumentalt, löptidspremien, oväntade ränterörelser och terminsstruktur, se figur 5.3.

Resultatet visar att swapparna sänkt kostnaden för statsskulden med 17 miljarder kronor under perioden 2015–2019. En stor del av resultatet beror på att räntorna har fallit under lång tid. Under perioder med stigande räntor blir resultatet sämre och kan även bli negativt som under 2008. Under 2019 gav ränteswapparna sammantaget upphov till en nettointäkt på 2 miljarder kronor, där lägre korta räntor än förväntat bidrog till högre intäkt medan löptidspremien minskade intäkten.

Figur 5.3 Kalkylmässigt resultat för ränteswappar per år



Tidigare i detta avsnitt har upplåningsbehovet under utvärderingsperioden redovisats (tabell 5.2) och hur upplåningsbehovet faktiskt har finansierats (tabell 5.3). I tabell 5.7 nedan redovisas vilka instrument statsskulden utgjorts av vid årets slut under utvärderingsperioden.

Tabell 5.7 Statsskulden fördelad på olika instrument vid årets slut

<i>Miljarder kronor</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Penningmarknad	304	186	220	119	128
Statsskuldsväxlar	141	84	88	20	20
Säkerheter	21	19	9	4	3
Likviditetsförvaltning	142	83	123	94	105
Kapitalmarknad	1 080	1 143	1 093	1 130	974
Nominella statsobligationer	603	630	612	638	570
Reala statsobligationer	183	200	200	212	192
Obligationer i utländsk valuta	282	300	281	280	212
Övriga kapitalmarkandsskulder	13	14	0	0	0
Privatmarknad	19	15	11	5	3
Premieobligationer	18	15	10	5	3
Riksgäldsspar	1	0	0	0	0
Valutakurseffekter på derivat	1	2	5	8	8
Summa okonsoliderad statsskuld	1 403	1 347	1 328	1 262	1 113

Källa: Riksgäldskontoret

Faktaruta: Vem äger den svenska statsskulden?

Det saknas heltäckande uppgifter om vilka som lånar ut pengar till den svenska staten. Av SCB:s finansräkenskaper framgår att framför allt Riksbanken har ökat sitt innehav av de värdepapper som staten gett ut. Under samma period har utländska placerare, försäkrings- och pensionsinstitut och banker och kreditföretag minskat sina innehav. De utländska investerarna har minskat sitt ägande och äger knappt en tredjedel av de värdepapper som staten har gett ut.

Procentuell fördelning per investerarkategori

<i>Investerarkategori</i>	2015	2016	2017	2018	2019
AP-fonder	3,4	2,8	3,2	3,8	3,9
Riksbanken	7,1	18,2	25,5	29,9	31,3
Försäkrings och pensionsinstitut	23,0	22,8	22,0	20,6	20,7
Banker, kreditmarknadsföretag	3,3	1,3	1,5	0,9	1,2
Värdepappersfonder	7,4	9,2	8,5	6,2	6,5
Övriga svenska placerare	8,2	8,0	8,8	9,3	8,7
Utländska investerare	47,6	37,8	30,6	29,2	27,7
Totalt	100	100	100	100	100

Källa: SCB, Finansräkenskaperna

Anm.: Pga. avrundning kan totalen i vissa fall summera till strax över eller strax under 100 procent

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning bedöms ha bedrivits i enlighet med det statsskuldpolitiska målet om kostnadsminimering med beaktande av risk. I slutet av 2017 blev dock kassaöverskottet i likviditetsförvaltningen betydligt högre än normalt. En kraftigt överskattad prognos av nettolånebehovet för 2017 och oväntat stora volymer marknadsvårdande repor har gjort att Riksgäldskontoret emitterat betydligt större volymer statsobligationer än vad som i efterhand visat sig vara motiverat. För att hantera överskottet sänktes emissionsvolymerna till lägsta möjliga nivå utan att riskera att försämra likviditeten så mycket att investerarna skulle lämna marknaden. Riksgäldskontoret använde även kassaöverskottet för att refinansiera ett förfallande lån till Riksbanken. Överskottet har successivt minskat och var i slutet av 2019 på samma nivåer som en genomsnittlig 10-årsnivå. Regeringen anser att det är positivt att Riksgäldskontoret vidtog åtgärder för att minska överskottet i likviditetshanteringen.

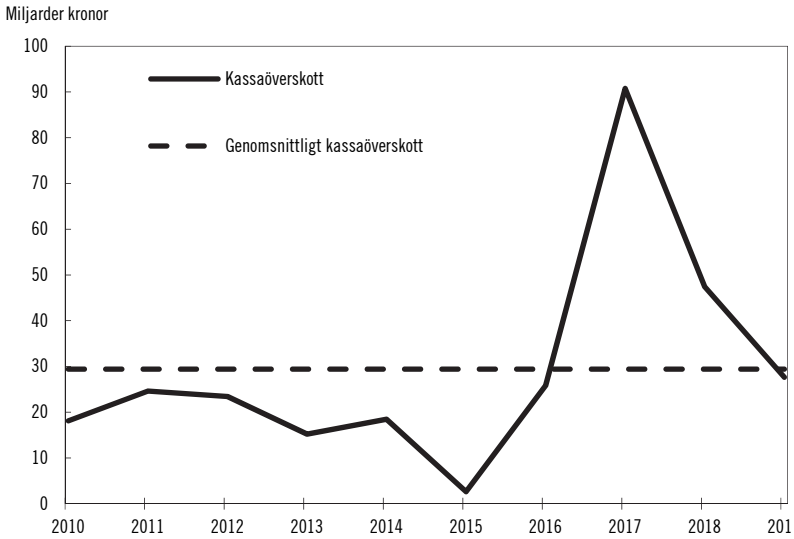
Skälen för regeringens bedömning

Nettolånebehov och kassaöverskott

Oväntat starka statsfinanser och stora skatteinkomster gjorde att Riksgäldskontoret överskattade nettolånebehovet 2017. Detta tillsammans med att volymen marknadsvårdande repor ökat gjorde att Riksgäldskontoret emitterade betydligt större volymer statsobligationer än vad som i efterhand visat sig vara motiverat. Riksgäldskontoret fick i april 2018 i uppdrag att vidta ytterligare åtgärder, om möjligt, för att det större kassaöverskott som uppstod i slutet av 2017 skulle återgå till historiskt normala nivåer (Fi2018/01695/FPM). Uppdraget redovisades i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer 2019 som lämnades i oktober 2018. I redovisningen framhålls att överskottet kommer att minska gradvis när stora obligationslån förfaller de närmaste åren och att minskningen påskyndas av att kassamedel används till att refinansiera lån till Riksbanken.

Riksgäldskontoret framhöll även att målet med att få ner kassan till en normal nivå på kort sikt skulle kräva åtgärder som inte är förenliga med målet om långsiktig kostnadsminimering. Detta till följd av att emissionsvolymerna i samtliga statspapper hade sänkts till sådana låga nivåer, och att ytterligare reduktion av emissionsvolymerna skulle försämra statspappersmarknaden i en redan ansträngd situation. Sammantaget skulle det riskera att leda till både högre kostnader för statens upplåning samt sämre låneberedskap på längre sikt. Effekten av en ytterligare sänkning av statsobligationer bedömdes även vara osäker då sänkningen även skulle kunna innebära en ökad efterfrågan på Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor. Genom Riksgäldskontorets vidtagna åtgärder, framförallt att använda kassaöverskottet för att refinansiera lån till Riksbanken i stället för att ge ut lån i utländsk valuta, beräknades kassaöverskottet komma ner till en mer normal nivå, under 30 miljarder i slutet av 2019.

Figur 5.4 Förvaltningstillgångar (kassaöverskott) vid årets slut



Källa: Riksgäldskontoret

Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning och repofacilitet

Likviditetsförvaltning finns för att Riksgäldskontoret alltid ska kunna finansiera statens löpande betalningar och är en integrerad del av statskultsförvaltningen inom vilken medel både lånas och placeras.

Det kassaöverskott som uppstod 2017, om totalt 91 miljarder kronor, har både under 2018 och 2019 präglats likviditetsförvaltningen. För att hantera överskottet skar Riksgäldskontoret ned på annan kortfristig upplåning 2018 och placerade i penningmarknadstillgångar i väntan på att användas till att betala utgifter eller lån som förfaller. Under 2019 minskade överskottet till följd av liten nyupplåning och något större volym förfallande lån. Resterande överskott hanterades inom likviditetsförvaltningen.

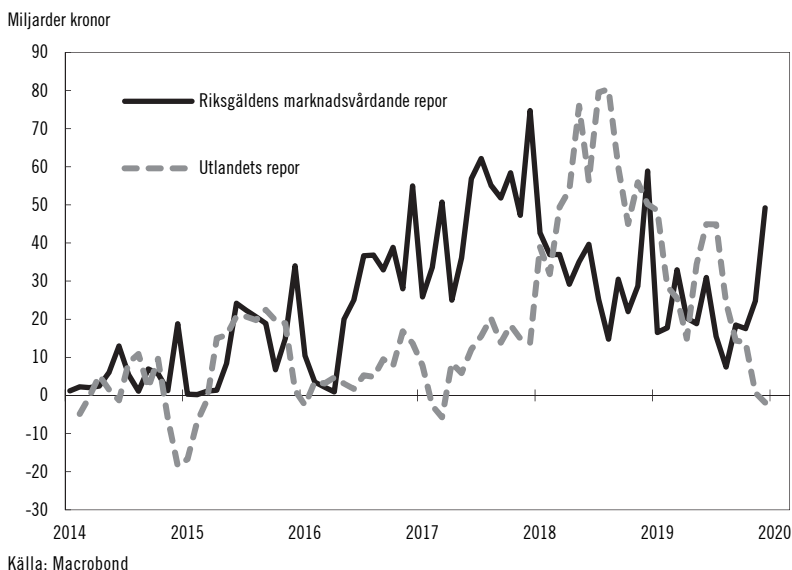
Under 2018 behövde Riksgäldskontoret placera i genomsnitt 76 miljarder kronor per dag i likviditetsförvaltningen, något mer än under 2017, vilket man framför allt gjorde i Riksbankens veckovisa certifikat till reporäntan. Under 2019 var placeringsbehovet i likviditetsförvaltningen i genomsnitt 2 miljarder kronor per dag, betydligt lägre än 2018, men det förekom ändå perioder med stora placeringsbehov.

En annan faktor som påverkar kassaöverskottet är den obegränsade mängden marknadsvårdande repor som Riksgäldskontoret erbjuder till sina återförsäljare. I reporna lånar Riksgäldskontoret ut statskultdväxlar eller statsobligationer i utbyte mot pengar. Syftet med reporna är att minska risken för bristsituationer på marknaden för statspapper. Inflödet av medel via reporna (dvs. repovolymen) styrs helt av återförsäljarnas efterfrågan. På så sätt kan de marknadsvårdande reporna påverka behovet

av den ordinarie upplåningen. Nyttjandet av repofaciliteten kan även ge en indikation på hur väl marknaden fungerar.

Sommaren 2016 ökade repovolymerna kraftigt som en följd av att likviditeten på marknaden försämrats. Från att i genomsnitt ha varit mindre än 10 miljarder kronor per dag ökade reporna till i genomsnitt 30 miljarder kronor per dag. För helåret 2017 uppgick motsvarande repovolym till 46 miljarder kronor, men variationen var stor under året.¹⁷ Volymen marknadsvärdande repor har sedan 2017 stadigt fallit till cirka 17 miljarder kronor per dag 2019, vilket fortfarande är nivåer högre än innan 2017. Minskningen beror sannolikt på att investerare de senaste åren repat ut sina innehav i högre omfattning än tidigare men även på att aktiviteten på andrahandsmarknaden gått ner. Detta kan vara en anledning till att den kraftiga ökningen av utländska investerares repor i svenska statspapper som ägde rum under 2018 nu mattats av (figur 5.5). Även fast inhemska investerare till synes varit mer aktiva i repomarknaden de senaste åren bedömer Riksgäldskontoret att deras repofacilitet fortfarande är central för att marknaden ska fungera adekvat.

Figur 5.5 Volym marknadsvärdande repor och utlandets repor



Upplåningsbehov av statspapper

Redan 2016 började Riksgäldskontoret minska lånevolymen till följd av det låga lånebehovet och de ökade repovolymerna. Under 2017 fortsatte

¹⁷ För reporna lånar ut Riksgäldskontoret en statsskuldväxel eller obligation över natten från idag till imorgon (overnight – ON) alternativt från imorgon till dagen därpå (tomorrow next, TN) i utbyte mot pengar som säkerhet så betalar Riksgäldskontoret en ränta som ligger 45 respektive 40 baspunkter under Riksbankens reporänta. Riksgäldskontoret erbjuder också sina återförsäljare möjlighet att byta en obligation eller en statsskuldväxel mot en annan via reposwappar med en veckas löptid till en ränta som ligger 30 punkter under Riksbankens reporänta.

anpassningen av samma skäl. I nominella statsobligationer sänktes de planerade auktionsvolymerna från 66 miljarder kronor i oktober 2016 till 51 miljarder kronor i oktober 2017. Därutöver drogs volymerna i stats-skuldväxlar ner från 110 till 88 miljarder kronor. Upplåningen i real-obligationer drogs ner från 14 till 12 miljarder kronor.

Under 2018 fortsatte upplåningsbehovet av statspapper att minska och var under 2019 på historiskt låga nivåer. Som konsekvens minskade Riksgäldskontoret emissionsvolymerna i alla typer av statspapper. När lånebehovet är litet prioriterar Riksgäldskontoret upplåning i nominella statsobligationer framför övriga statspapper. Trots det minskade emissionsvolymen för nominella statsobligationer till den lägsta nivån sedan 2000, delvis till följd av kassaöverskotten. Därtill minskade obligationsupplåningen i utländsk valuta kraftigt under 2019 till följd av Riksbankens beslut att minska sin valutareserv, och den utestående volymen av statsskuldväxlar minskade till 20 miljarder kronor i slutet av 2019, en sjundedel av nivån från 2015.

Riksgäldskontoret bedömer att emissionsvolymen i nominella statsobligationer nu är så låg att det inte längre är möjligt att ytterligare minska volymen utan att det kan resultera till sämre låneberedskap och potentiellt högre upplåningskostnader, åtminstone på sikt. De menar fortsatta att ytterligare minskningar i praktiken i stället skulle riskera att öka efterfrågan på statsobligationer i Riksgäldskontorets repofacilitet. Detta skulle potentiellt kunna skapa en spiral där långfristig obligationsupplåning substitueras mot kortfristig och volatil upplåning i repofaciliteten. Ett sådant läge medför att riskerna i statsskuldförvaltningen skulle öka utan att placeringsbehoven minskar nämnvärt.

Riksgäldskontoret har även gjort bedömningen att nivån på realobligationer och statsskuldväxlar numer är så ansträngd att det inte längre är lämpligt att ytterligare minska upplåningen i dessa statspapper. Under 2019 var två auktioner av realobligationer undertecknade och i en auktion valde Riksgäldskontoret att inte sälja hela den planerade volymen eftersom lånevillkoren inte bedömdes vara marknadsmässiga.

Swappmarknaden

I Riksbankens yttrande över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2019 lyfter Riksbanken fram att syftena med Riksbankens valutareserv är att vid behov kunna tillföra likviditet i utländsk valuta och värna stabiliteten i det svenska finansiella systemet. Riksbanken menar att refinansiering av dessa lån i utländsk valuta i kombination med valutawappar kan innebära större risker än upplåning i utländsk valuta. Riksbanken har vid ett flertal tillfällen noterat att det kan finnas risker med swappmarknaden i kristider och att riskerna är särskilt stora om motparterna är svenska banker då det kan innebära betydande utmaningar att refinansiera valutareserven i ett läge när stöd kan behöva ges till just svenska banker. Riksbanken anser att det är lämpligare att Riksgäldskontoret refinansierar lånen genom att emittera nya obligationer direkt i den aktuella valutatan. Om refinansiering av lånen sker med kassamedel bör det endast ske med utländska motparter. Regeringen fastslog i riktlinjerna för 2019 att Riksgäldskontorets åtgärder för att kassaöverskottet skulle återgå till historiskt

normal nivå inte får ske i strid med målet för statsskuldens förvaltning, dvs att skuldens ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras och att förvaltningen sker inom de ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Ett användande av valutaswappar för att delfinansiera valutareserven kan inte annars utgöra ett generellt problem eftersom kontrakten ingås med lång löptid och Riksgäldskontoret har en handlingsberedskap för att vid behov ta upp valutalån. Men som Riksbanken påpekar kan swappavtal men svenska banker innebära en större refinansieringsrisk än swappavtal med utländska motparter i kristider.

6 Penningpolitik och statsskuldspolitik

Regeringens bedömning: Förvaltningen av statsskulden har bedrivits inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Skälen för regeringens bedömning

Inledning

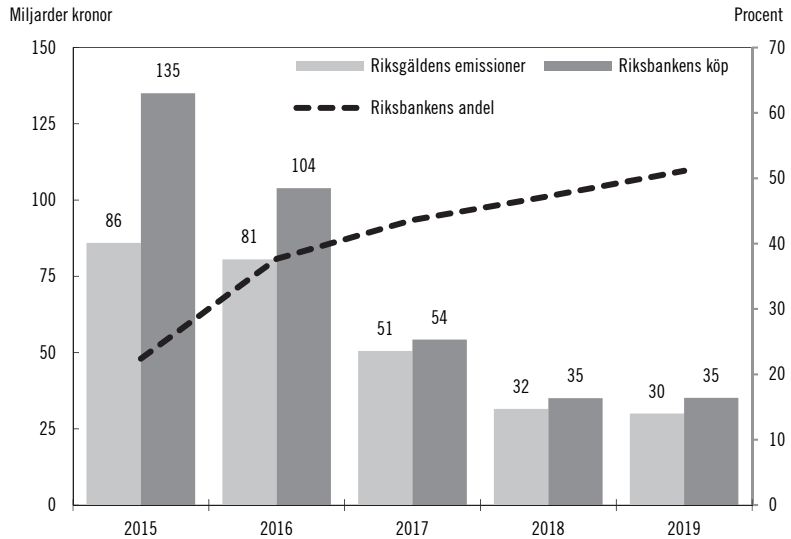
Riksbanken har i de yttranden som lämnats avseende Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning inte haft några invändningar mot något av förslagen, bortsett från förslaget om ett höjt mandat för valutapositioner i riktlinjeförslaget för 2017–2020. Regeringen beslutade dock inte i enlighet med Riksgäldskontorets förslag om att höja mandatet från 7,5 till 20 miljarder kronor eftersom ett utökat mandat bedömdes kunna komma riskera att hamna i konflikt med den förda penningpolitiken. I yttrandet avseende Riksgäldskontorets riktlinjeförslag för 2015 framkom att Riksbanken välkomnar att det understryks att upplåningen ska bedrivas så att en god låneberedskap säkerställs i olika valutor. Av samma yttrande framgick att detta är viktigt för att säkerställa att Riksgäldskontoret också i framtiden vid behov har förmågan att kunna låna stora volymer i utländska valutor, exempelvis för att förstärka Riksbankens valutareserv. I Riksbankens yttrande över riktlinjerna för 2019 framförde Riksbanken att man inte hade några synpunkter på förslagen till riktlinjer men att Riksbanken däremot hade synpunkter på Riksgäldskontorets åtgärd att använda kassamedel till att refinansiera lån till Riksbanken i stället för att ge ut nya obligationer i utländsk valuta. Riksgäldskontoret vidtog åtgärden för att minska kassaöverskottet som byggdes upp under 2017 då statens inkomster blev mycket större än prognostiserat bl.a. till följd av ökade kapitalplaceringar på skattekontot. Riksgäldskontoret bedömde att ytterligare reducering av de redan historiskt låga nivåerna skulle försämra statspappersmarknaden i en redan ansträngd situation, leda till högre kostnad för statens upplåning och sämre låneberedskap på längre sikt.

Riksbanken har sedan våren 2015 köpt statsobligationer som ett medel för att med hjälp av en expansiv penningpolitik uppnå målet om två procents inflation. Köpen syftade till att bidra till stigande inflation genom att pressa ned det allmänna ränteläget. Under 2019 fortsatte Riksbanken att köpa statspapper och köpte under året fler nominella statsobligationerna än Riksgäldskontoret emitterade. Vid utgången av 2019 hade Riksbanken köpt nominella statsobligationer för 290 miljarder kronor, motsvarande 51 procent av den utestående stocken. Riksbankens innehav i realobligationer ökade till 38 miljarder kronor under 2019, vilket motsvarande 23 procent av den utestående stocken.

Riksbankens köp av statsobligationer påverkar inte Riksgäldskontorets låneplanering. Köpen påverkade däremot andrahandsmarknaden för obligationer eftersom den del som omsätts aktivt minskar. Det är därför troligt att likviditeten i obligationsmarknaden försämras som en följd av att Riksbankens köp. En försämring av likviditeten leder till att det blir svårare att genomföra transaktioner utan att marknadsräntorna påverkas. Vidare leder Riksbankens obligationsköp till att volymen av obligationer på repomarknaden minskar, vilket gör att efterfrågan på Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor i stället ökar (se avsnitt 5.4). Riksbanken beskriver att obligationsköpen har inneburit att en stor andel av stocken inte finns tillgänglig för handel på marknaden. Enligt Riksbankens finansmarknadsenkät, som publicerades i december 2019, uppgav hälften av de svarande att likviditeten på statsobligationsmarknaden är dålig eller mycket dålig. Riksbanken analyserar kontinuerligt eventuella sidoeffekter av penningpolitiken, såsom effekterna av Riksbankens statsobligationsköp på marknaden. Riksbankens bedömning är att obligationsköpen fungerar väl och har fått genomslag i ekonomin samt att de sidoeffekter som penningpolitiken givit upphov till har varit hanterliga för marknadens olika aktörer.¹⁸

I figur 6.1 framgår Riksbankens köp av de olika nominella statsobligationerna samt den utestående stocken i respektive obligation vid 2017 års slut. På höger axel framgår hur stor del av stocken som Riksbanken köpt av respektive obligation.

¹⁸ Penningpolitisk rapport, februari 2020, s. 10.

Figur 6.1 Riksbankens köp av nominella statsobligationer samt utestående stock

Källa: Riksgäldskontoret

7 ESV:s uppföljning och regeringens kommentar till den

Sammanfattning: Ekonomistyrningsverket (ESV), som bistått regeringen i utvärderingsarbetet, konstaterar att såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt legat i linje med målet för statsskuldspolitiken – att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk.

Regeringens ändringar av riktlinjerna under perioden har gjort riktlinjerna mer övergripande och enligt ESV mer ändamålsenliga. Samtidigt anser ESV att det fortsatt finns skäl att analysera realskuldens bidrag till måluppfyllelsen i skuldförvaltningen. Valutaskulden har amorterats vid en period då kronan varit relativt svag. Det är möjligt att de negativa effekterna av amorteringen hade mildrats om positionsmandatet hade utökats enligt Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer 2017.

Riksgäldskontoret har i allt väsentligt uppfyllt riktlinjerna under utvärderingsperioden. Bristen på likviditet på marknaden för statsobligationer har varit ett problem som Riksgäldskontoret behövt förhålla sig till. Riksgäldskontoret har svårt att påverka situationen på kort sikt mer än via den obegränsade repofacilitet som myndigheten erbjuder. På längre sikt är det via sammansättningen av skulden som Riksgäldskontoret kan påverka likviditeten för enskilda skuldsdrag.

Liksom till tidigare utvärderingar av statsskuldskörelningen har regeringen anlitat kompletterande stöd i syfte att inhämta ett bredare underlagsmaterial. Uppdraget gavs till ESV i myndighetens regleringsbrev för 2019 och 2020. Uppdraget sammanfattas i de två punkterna nedan:

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens skörelning under åren 2015–2019 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.

Enligt uppdragsbeskrivningen är ESV oförhindrat att utvärdera även andra frågeställningar. Nedan följer en kort sammanfattning av ESV:s utvärdering samt regeringens kommentarer till de rekommendationer som ESV lämnar. ESV:s utvärderingsrapport i sin helhet finns i *bilagan*.

ESV:s rapport

Inledning

ESV har utvärderat statsskuldskörelningen för perioden 2015–2019 med fokus på 2018 och 2019.

ESV konstaterar att såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt har legat i linje med målet för statsskuldskörelningen, att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk.

Skuldens sammansättning och löptid

Regeringens styrning av statsskuldens skörelning har blivit mer övergripande under utvärderingsperioden 2015–2019. ESV anser att styrningen blir mer ändamålsenlig när löptiderna slås ihop. En gemensam löptid renodlar avvägningen mellan kostnad och risk eftersom besluten om sammansättning respektive löptid hålls isär. Riksgäldskontoret får därmed större möjlighet att anpassa löptider för enskilda skuldslag till rådande omständigheter. Den interna styrningen blir på så sätt mer flexibel. Det är samtidigt viktigt med fortsatt transparens kring de beslut om löptider som Riksgäldskontoret i sin finans- och riskpolicy redovisar för respektive skuldslag. Att regeringen slopade volymmåttet var också ett steg i övergången mot en mer övergripande styrning. Med dagens minskande skuldnivå skulle den tidigare riktlinjen kunna begränsa nyemissioner och styrningen på ett sätt som inte var avsett när volymmåttet infördes. Regeringens beslut att ta bort riktlinjen för privatmarknadsupplåningen, det vill säga premieobligationer och Riksgäldsspar, är också rimligt mot bakgrund av att den typen av upplåning inte visat sig vara ändamålsenlig. Det finns samtidigt inget som hindrar att Riksgäldskontoret lånar på privatmarknaden om det skulle visa sig vara kostnadseffektivt.

När det gäller realskulden noterade ESV redan i utvärderingen 2018 att det begränsade lånebehovet bör Riksgäldskontoret prioritera upplåning i nominella statsobligationer för att värna den marknaden. I det ljuset kan andelen realskuld behöva sänkas på sikt om det inte finns starka kostnads- eller riskargument för att behålla den på nuvarande nivå. Riksgäldskon-

toret har analyserat realskulden och såg då inget behov att minska realskuldens andel. Riksgäldskontoret fann ingen kostnadsfördel eller – nackdel med realobligationer. Ett viktigt argument för realobligationer som Riksgäldskontoret lyfte fram var åtagandet mot befintliga investerare. Det finns enligt ESV:s uppfattning inte tillräckligt starka argument för att upprätthålla det status quo som råder vad gäller realobligationer. Åtminstone inte mot bakgrund av de omständigheter som gör att intresset för realobligationer numera är lågt och att det inte tycks finnas någon kostnadsfördel med dem.

Enligt ESV saknas dessutom en analys av hur risken i statsskulden påverkas av realobligationerna. ESV anser därför att Riksgäldskontoret mer ingående bör analysera hur realobligationerna bidrar till att minska risken för statsskulden givet den ringa skillnad som nu tycks finnas mellan reala och nominella obligationer. I analysen bör Riksgäldskontoret också kvantifiera vinsten av diversifieringen i termer av bred investerarbas samt uppskatta vad en eventuell återuppbyggnad skulle kosta om verksamheten skulle läggas ner. Det bör också ingå att analysera vilka alternativ till realobligationer som finns för befintliga investerare.

I övrigt bör Riksgäldskontoret ha en långsiktig plan för realskulden i en situation med ett fortsatt lågt lånebehov. Den centrala frågan ska i en sådan plan inte handla om huruvida andelen realskuld behöver förändras. Frågan ska snarare handla om realobligationer ska ingå i sammansättningen.

Styrningen mot en lägre valutaskuld har i sig varit ett korrekt beslut, eftersom valutaexponeringen på senare år inte kunnat sänka kostnaden för statsskulden. Dessutom har förändringar i valutakursen bidragit till att öka risken. Samtidigt går det inte att bortse från att kronan varit svag och minskat i värde under perioden. Tidpunkten för inväxlingen har därmed inte varit optimal. Detta kombinerat med ett relativt begränsat positionsmandat har inte underlättat situationen för Riksgäldskontoret. Det är möjligt att de negativa effekterna av amorteringen hade kunnat mildras om positionsmandatet hade utökats enligt Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer 2017.

Utfall för sammansättning och löptid

Den reala skuldens löptid har minskat sedan 2016. Fram till 2019 har löptiden legat närmare den nedre gränsen av riktlinjens löptidsintervall. Genom att löptiden för den reala och nominella kronskulden har slagits samman i riktlinjerna för 2019 ligger den reala skuldens löptid mer centrerat inom intervallet. Efterfrågan på realobligationer är begränsad och den som finns har främst varit på kortare löptider, vilket Riksgäldskontoret har hörsammat i emissionerna. Mot den bakgrunden är sänkningen av den övre gränsen av löptidsintervallet som det innebär för realskulden ett rimligt beslut.

Den nominella skuldens löptid har i stället ökat sedan 2015 och legat nära eller strax över den övre gränsen av löptidsintervallet under hela perioden. Den successiva förlängningen av löptiden för den nominella kronskulden är rimlig mot bakgrund av att Riksgäldskontoret utnyttjat att löptidspremien har varit låg under perioden. I likhet med den reala kronskulden innebär den gemensamma riktlinjen sedan 2019 att den nominella

kronskuldens löptid också hamnat mer centrerat inom intervallet. Till skillnad från den reala kronskulden är den övre gränsen i det gemensamma löptidsintervallet högre än tidigare, vilket också är rimligt eftersom den nominella kronskuldens duration legat nära den övre gränsen samtliga år.

Andelen realobligationer har trendmässigt ökat sedan 2016 och igenomsnitt varit över den långsiktiga målnivån på 20 procent. Det är bland annat en följd av att statsskulden minskat och att det är svårare att styra stocken realobligationer jämfört med andra instrument.

Minskningen av valutaskulden har varit lägre än de planerade 20 miljarderna per år både 2018 och 2019. Med anledning av riktlinjerna för 2020 upphörde Riksgäldskontoret amorteringen i december 2019. Svårigheten att prognostisera valutakurser har åter visat att det är svårt att i förväg avgöra vilken valuta som är optimal att växla in. ESV har visat att en amortering som sker i proportion till respektive valutas andel av valutaskulden kostar ungefär lika mycket eller mindre som amorteringen enligt Riksgäldskontorets plan. Det tyder på att avancerade metoder inte nödvändigtvis genererar ett bättre resultat.

Riksgäldskontorets tillämpning och förutsättningar

Den bristande likviditeten på statspappersmarknaden har varit ett fortsatt problem som påverkat Riksgäldskontorets arbete och dess relation till finansmarknaden. Det är en följd av ett lågt lånebehov kombinerat med Riksbankens stora innehav av statspapper. På kort sikt kan Riksgäldskontoret inte avhjälpa situationen mer än via den obegränsade repofacilitet som de redan erbjuder och som marknaden värderar högt. På längre sikt kan situationen möjligen förbättras om skuldens sammansättning ses över. Marknaden ger Riksgäldskontoret ett bra betyg, men överlag är betyget lägre i 2019 års undersökning jämfört med de senaste två årens undersökningar. Marknadsvård med repor har fortsatt störst betydelse bland återförsäljare men rankas inte längre högst när det gäller bedömningen av Riksgäldskontorets styrkor. Andelen som anser att Riksgäldskontoret är bättre jämfört med andra länders skuldkontor har blivit lägre. Det gäller frågor om transparens, förmåga att fatta snabba beslut och ledningens tillgänglighet.

Utvärdering av kostnad och risk

Den totala kostnaden för statsskulden sjönk med 9 miljarder kronor mellan 2015 och 2019 och var i genomsnitt 18 miljarder kronor. De olika skuldslagens andel av den totala skulden står inte i paritet till de olika skuldslagens kostnadsandel, men det beror bland annat på att skuldandelarna har olika löptider och emitterats vid olika tidpunkter.

Kronan har under hela perioden försvagats mot samtliga valutor i valutaskulden. Det har inte varit fördelaktigt att amortera på valutaskulden oavsett metod. Sammantaget har valutaupplåningen fortsatt öka kostnaden för statsskuld förvaltningen. Riksgäldskontoret utnyttjande nästan hela positionsmandatet för en starkare krona vilket enligt ESV:s uppfattning är ett rimligt agerande. Effekten av amorteringen av valutaskulden i en tid med en svag krona har därmed kunnat mildras något. Det är möjligt att de negativa effekterna av amorteringen hade kunnat mildras ytterligare om

positionsmandatet hade utökats enligt Riksgäldskontorets förslag 2017. Genom att amorteringen av valutaskulden har stoppats i väntan på en analys är dock frågan om ett utökat mandat för positioner i kronans valutakurs tills vidare inte aktuell.

ESV ser positivt på att Riksgäldskontoret tagit till sig av de förslag som Riksrevisionen haft när det gäller redovisningen av ränteswappar. ESV anser att det är viktigt att vara tydlig med att om ränteswappar eller statsskuldväxlar inte hade använts så skulle löptiden för den nominella kronskulden blivit för lång. Det sammanlagda resultatet av att använda ränteswappar som Riksgäldskontoret redovisar är alltså en jämförelse med en fiktiv situation där Riksgäldskontoret inte skulle ha uppfyllt riktlinjen för den nominella skuldens löptid.

Nytt kostnads- och riskmått sedan 2018

Riksgäldskontoret redovisar sedan 2018 kostnaden för statsskuldsvårdning enligt en ny beräkningsmetod. Tidigare behövde Riksgäldskontoret revidera kostnadsmättet retroaktivt vilket gjorde det svårtolkat. Numera värderas kostnaden för respektive skuldslag till sin emissionsränta. Inflation- och valutakursrörelser får dessutom direkt genomslag i kostnaden. ESV ser positivt på Riksgäldskontorets ändring av kostnadsmättet, vilket dessutom är i linje med den rekommendation som ESV lämnade i utvärderingen 2016. ESV anser dock att redovisningen av måttets resultat i utvärderingarna 2018 och 2019 saknar information om de underliggande komponenternas betydelse för den totala kostnaden i varje skuldslag. ESV rekommenderar därför Riksgäldskontoret att i kommande utvärderingar redogöra för hur de olika komponenterna påverkar kostanden.

ESV anser dessutom att risken i statsskuldsvårdningen inte tydligt framgår i underlagen för utvärdering. Det saknas en samlad diskussion om hur risken har påverkats av skuldens sammansättning och löptid. Det är därmed svårt att ställa kostnaderna för de olika skuldslagen i relation till hur de påverkar risken för hela statsskulden. Det gäller främst valutaskulden som är det skuldslag där kostnaden varierar mest.

En sammanpressad utvärderingsprocess

Regeringen ska enligt budgetlagen utvärdera förvaltningen av statsskulden genom en skrivelse som vartannat år lämnas till riksdagen. Utvärderingen av statsskuldsvårdningen omfattar en femårsperiod vilket innebär att de två sista utvärderingsåren är helt nya, medan övriga år överlappar föregående utvärdering. Information om det sista utvärderingsåret är tillgänglig först efter årsskiftet för det sista utvärderingsåret. Följden blir en sammanpressad process som samtidigt ställer höga krav på precision och noggrannhet. En extern utvärderare, i det här fallet ESV, är starkt beroende av de utvärderingsunderlag som Riksgäldskontoret kan lämna. Riksgäldskontoret utgör första länken i processen och har både djupa kunskaper i ämnet och tillgång till data.

ESV:s allmänna bedömning är att Riksgäldskontorets underlag för utvärdering är kortfattade och sparsamma och skulle behöva utvecklas. ESV anser att Riksgäldskontoret med relativt begränsade insatser kan förbättra underlagen och på så sätt underlätta de externa utvärderarnas

arbete. ESV:s förslag på åtgärder bidrar till att öka transparensen och tillförlitligheten i de redovisade resultaten. Samtidigt vill ESV också poängtera att underlagen överlag innehåller mycket information och att Riksgäldskontoret har utvecklat underlagen vad gäller till exempel redovisningen av swapresultat. Skr. 2019/20:104

Regeringsuppdrag

Rapport
Utvärdering av statens
upplåning och skuldförvaltning
2015–2019

esv
EKONOMISTYRNINGSVERKET

Skr. 2019/20:104
Bilaga

Publikationen kan laddas ner
från ESV:s webbplats esv.se.

Datum:
Dnr: 2020-00230
ESV-nr: 2020:18
Copyright: ESV
Rapportansvarig:

Förord

Ekonomistyrningsverket (ESV) har i regleringsbrev för 2019 och 2020 fått i uppdrag att utvärdera statens upplåning och skuldförvaltningen för perioden 2015–2019.

Uppdraget kan sammanfattas i följande punkter:

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under perioden 2015–2019 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.

Enligt uppdragsbeskrivningen är Ekonomistyrningsverket oförhindrat att utvärdera även andra frågeställningar.

Uppdragsbeskrivningen i sin helhet återfinns i bilaga 1.

Arbetet med regeringsuppdraget har genomförts av Marcela Cohen Birman (projektledare) och Peter Höglund (utredare).

Ekonomistyrningsverket överlämnar härmed rapporten Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2015–2019. Uppdraget är därmed avslutat.

Stockholm
2020-03-20

Clas Olsson
Generaldirektör

Marcela Cohen Birman

Utredare

Innehåll

1 Sammanfattning	6
2 Inledning	11
2.1 Bakgrund.....	11
2.2 Uppdrag och syfte.....	11
2.2.1 Avgränsningar.....	11
2.2.2 Genomförande.....	12
3 Historisk översikt	13
3.1 Starka offentliga finanser.....	13
3.2 Lågt ränteläge och sjunkande statsskuld.....	14
3.3 Inflationen ligger runt målet och kronan är svag.....	16
3.4 Mål för statsskuldskötsel införs i lagen.....	18
4 Regeringens riktlinjeändringar	19
4.1 Bredare riktlinjer och mer övergripande styrning.....	20
4.1.1 Löptidsändringar.....	20
4.1.2 Volymriktvärdet för nominell kronskuld med löptid över tolv år utgår.....	21
4.1.3 Privatmarknadsupplåningen utgår ur riktlinjerna.....	22
4.1.4 Nominell och real skuld utgår från samma löptid.....	22
4.1.5 ESV:s bedömning av ändringarna.....	23
4.2 Ändrade kostnads- och riskmått.....	24
4.3 Realobligationernas andel av skulden ändras inte.....	25
4.3.1 ESV:s kommentar.....	26
4.4 Valutaskulden.....	26
4.4.1 Amorteringen av valutaskulden stoppas.....	27
4.4.2 ESV:s kommentar.....	28
5 Riksgäldens tillämpning av skuldens sammansättning och löptid	29
5.1 Realskuldens andel ligger över målnivån.....	29
5.1.1 ESV:s kommentar.....	32
5.2 Valutaskulden minskar till stor del enligt plan.....	33
5.3 Riksgäldens strategiska och operativa beslut om valutaskulden.....	33
5.4 Valutaväxlingen blev inte den mest optimala.....	35
5.4.1 ESV:s kommentar om valutaskulden.....	38
5.5 Löptiden ökar för realskulden och minskar för nominella kronskulden.....	39
5.5.1 ESV:s kommentar.....	41
6 Riksgäldens tillämpning av marknadsvård	42
6.1 Marknaden ger Riksgälden ett bra betyg.....	42
6.2 Lag ersättning för kostsam verksamhet enligt marknadsgaranter.....	44
7 Likviditeten på statspappersmarknaden	45
7.1 Bristande likviditet på statspappersmarknaden.....	45
7.2 Obegränsat repofacilitet främjar likviditeten.....	46
7.3 ESV:s kommentar.....	48

8 Utvärdering av kostnad och risk	49
8.1 Kostnaden har trendmässigt minskat under 2015–2019.....	49
8.1.1 ESV:s kommentar.....	53
8.2 Positiva och negativa bidrag till kostnadsutvecklingen	54
8.2.1 ESV:s kommentar om real- och privatmarknadsupplåning.....	54
8.2.2 ESV:s kommentar om positionstagandet.....	56
8.2.3 ESV:s kommentar om swappar	59
8.3 Utvärderingen av risk behöver utvecklas	60
8.3.1 ESV:s kommentar.....	63
9 En sammanpressad utvärderingsprocess	64
9.1 Riksgäldens utvärderingar är för översiktliga	64
9.2 ESV:s kommentar och rekommendation	65
Referenser	67
Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning	70

1 Sammanfattning

ESV har utvärderat statsskuldsvälningen för perioden 2015–2019 med fokus på 2018 och 2019.

ESV kan konstatera att såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldens tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt har legat i linje med målet för statsskuldsvälningen, att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk. Regeringens ändringar av riktlinjerna under perioden har gjort riktlinjerna mer övergripande och enligt ESV mer ändamålsenliga. Samtidigt anser ESV att det fortsatt finns skäl att analysera realskuldens bidrag till måluppfyllelsen i skuldsvälningen. Valutaskulden har amorterats vid en period då kronan varit relativt svag. Det är möjligt att de negativa effekterna av amorteringen hade mildrats om positionsmandatet hade utökats enligt Riksgäldens förslag till riktlinjer 2017.

Riksgälden har i allt väsentligt uppfyllt riktlinjerna under utvärderingsperioden. Bristen på likviditet på marknaden för statsobligationer är fortsatt ett problem som Riksgälden måste förhålla sig till. Riksgälden kan inte avhjälpa situationen på kort sikt mer än via den obegränsade repofacilitet som de redan erbjuder. På längre sikt så är det via sammansättningen av skulden som Riksgälden kan påverka likviditeten för enskilda skuldslag.

Starka offentliga finanser och låg statsskuld

Utvecklingen av ekonomin i omvärlden och i Sverige är en avgörande faktor som påverkar utvecklingen av upplåningskostnaderna för statsskulden. De offentliga finanserna har utvecklats väl i Sverige och trovärdigheten för svensk ekonomi är hög. Statsskulden har minskat från 33 till 22 procent av BNP sedan 2015. Minskningen förklaras dels av en stark konjunktur, dels av engångseffekter. Räntekostnaderna för statsskulden är historiskt låga eftersom räntorna generellt sett är låga och periodvis till och med negativa. Dessutom bidrar den minskade statsskulden till lägre räntekostnader.

Skuldens sammansättning och löptid

Löptiden för realskuld och nominell skuld slås samman

Löptiderna för den reala och den nominella kronskulden har slagits samman till en gemensam löptid i riktlinjerna för 2019. Löptiden för den nominella kronskulden, mätt som duration, har successivt blivit längre och intervallet bredare i riktlinjerna. För den reala kronskulden har löptiden tvärtom blivit kortare och intervallet snävare sedan 2019 då löptiden blev gemensam. Därutöver har privatmarknadsupplåningen samt volymriktvärdet för långa nominella obligationer utgått.

Riktlinjen för andelen realskuld har stått fast under utvärderingsperioden. Riktlinjerna avseende minskningen av valutaexponeringen samt mandatet för

positioner i kronans växelkurs har varit desamma under perioden. I riktlinjerna för 2020 har kravet på att minska valutaexponeringen tillsvidare slopats i väntan på en ny analys.

Den mer övergripande styrningen är ändamålsenlig

Regeringens styrning av statsskuldens förvaltning har blivit mer övergripande under utvärderingsperioden 2015–2019. ESV anser att styrningen blir mer ändamålsenlig när löptiderna slås ihop. En gemensam löptid renodlar avvägningen mellan kostnad och risk eftersom besluten om sammansättning respektive löptid hålls isär. Riksgälden får därmed större möjlighet att anpassa löptider för enskilda skuldslag till rådande omständigheter. Den interna styrningen blir på så sätt mer flexibel. Det är samtidigt viktigt med fortsatt transparens kring de beslut om löptider som Riksgälden redovisar för respektive skuldslag i sin finans- och riskpolicy. Att regeringen slopade volymmåttet var också ett steg mot en mer övergripande styrning. Med dagens minskande skuldnivå skulle den tidigare riktlinjen kunna begränsa nyemissioner och styrningen på ett sätt som inte var avsett när volymmåttet infördes. Regeringens beslut att ta bort riktlinjen för privatmarknadsupplåningen, det vill säga premieobligationer och Riksgäldsspar, är också rimligt mot bakgrund av att den typen av upplåning inte har någon kostnadsfördel i det rådande låga ränteläget. Det finns samtidigt inget som hindrar att Riksgälden lånar på privatmarknaden om det åter skulle visa sig vara kostnadseffektivt.

Inga starka argument för realobligationernas nuvarande status

När det gäller realskulden noterade ESV redan i utvärderingen 2018 att det begränsade lånebehovet ställer större krav på att upplåning i nominella statsobligationer prioriteras för att värna den marknaden. I det ljuset kan andelen realskuld behöva sänkas på sikt om det inte finns starka kostnads- eller riskargument för att behålla den på nuvarande nivå. Riksgälden har analyserat realskulden och såg då inget behov att minska realskuldens andel. Riksgälden fann ingen kostnadsfördel eller – nackdel med realobligationer. Ett viktigt argument för realobligationer som Riksgälden lyfte fram var åtagandet mot befintliga investerare. Det finns enligt ESV:s uppfattning inte tillräckligt starka argument för att upprätthålla status quo vad gäller realobligationer. Åtminstone inte mot bakgrund av de omständigheter som gör att intresset för realobligationer numera är lågt och att det inte tycks finnas någon kostnadsfördel med dem.

Enligt ESV saknas dessutom en analys av hur risken i statsskulden påverkas av realobligationerna. ESV anser därför att Riksgälden mer ingående bör analysera hur realobligationerna bidrar till att minska risken för statsskulden givet den ringa skillnad som nu tycks finnas mellan reala och nominella obligationer. I analysen bör Riksgälden också kvantifiera vinsten av diversifieringen i termer av bred investerarbas samt uppskatta vad en eventuell återuppbyggnad skulle kosta om

verksamheten skulle läggas ner. Det bör också ingå att analysera vilka alternativ till realobligationer som finns för befintliga investerare.

I övrigt bör Riksgälden ha en långsiktig plan för realskulden i en situation med ett fortsatt lågt lånebehov. Den centrala frågan ska i en sådan plan inte handla om huruvida andelen realskuld behöver förändras. Frågan ska snarare handla om realobligationer ska ingå i sammansättningen.

Bra att minska valutaskulden men tidpunkten blev inte optimal

Styrningen mot en lägre valutaskuld har i sig varit ett korrekt beslut, eftersom valutaexponeringen på senare år inte kunnat sänka kostnaden för statsskulden. Dessutom har förändringar i valutakursen bidragit till att öka risken. Samtidigt går det inte att bortse från att kronan varit svag och minskat i värde under perioden. Tidpunkten för inväxlingen har därmed inte varit optimal. Detta kombinerat med ett relativt begränsat positionsmandat har inte underlättat situationen för Riksgälden. Det är möjligt att de negativa effekterna av amorteringen hade kunnat mildras om positionsmandatet hade utökats enligt Riksgäldens förslag till riktlinjer 2017.

Utfall för skuldens sammansättning och löptid

Den reala skuldens löptid har minskat sedan 2016. Fram till 2019 har löptiden legat närmare den nedre gränsen av riktlinjens löptidsintervall. Genom att löptiden för den reala och nominella kronskulden har slagits samman i riktlinjerna för 2019 ligger den reala skuldens löptid mer centrerat inom intervallet. Efterfrågan på realobligationer är begränsad och främst inriktad på kortare löptider, vilket Riksgälden har hört sammat i emissionerna. Mot den bakgrunden är sänkningen av den övre gränsen av löptidsintervallet som det innebär för realskulden ett rimligt beslut.

Den nominella skuldens löptid har i stället ökat sedan 2015 och legat nära eller strax över den övre gränsen av löptidsintervallet under hela perioden. I likhet med den reala kronskulden innebär den gemensamma riktlinjen sedan 2019 att den nominella kronskuldens löptid också hamnat mer centrerat inom intervallet. Till skillnad från den reala kronskulden är den övre gränsen i löptidsintervallet högre än tidigare, vilket också är rimligt eftersom den nominella kronskuldens duration legat nära den övre gränsen samtliga år.

Andelen realobligationer har trendmässigt ökat sedan 2016 och i genomsnitt varit över den långsiktiga målnivån på 20 procent. Det är bland annat en följd av att statsskulden minskat och att det är svårare att styra stocken realobligationer jämfört med andra instrument.

Minskningen av valutaskulden har varit lägre än de planerade 20 miljarderna per år både 2018 och 2019. Med anledning av riktlinjerna för 2020 upphörde Riksgälden med amorteringen i december 2019. Svårigheten att prognostisera valutakurser har åter visat att det är svårt att i förväg avgöra vilken valuta som är optimal att växla in.

ESV har visat att en amortering som sker i proportion till respektive valutas andel av valutaskulden kostar ungefär lika mycket som amorteringen enligt Riksgäldens plan. Det tyder på att avancerade metoder inte nödvändigtvis genererar ett bättre resultat.

Repopaciliteten hanterar den bristande likviditeten på kort sikt

Den bristande likviditeten på statspappersmarknaden är ett fortsatt problem som påverkar Riksgäldens arbete och dess relation till finansmarknaden. Det är en följd av ett lågt lånebehov kombinerat med Riksbankens stora innehav av statspapper. På kort sikt kan Riksgälden inte avhjälpa situationen mer än via den obegränsade repofacilitet som de redan erbjuder och som marknaden värderar högt. På längre sikt kan situationen möjligen förbättras om skuldens sammansättning ses över.

Marknaden ger Riksgälden ett bra betyg, men överlag är betyget lägre i 2019 års undersökning jämfört med de senaste två årens undersökningar. Marknadsvård med repor har fortsatt störst betydelse bland återförsäljare men rankas inte längre högst när det gäller bedömningen av Riksgäldens styrkor. Andelen som anser att Riksgälden är bättre jämfört med andra länders skuldkontor har blivit lägre. Det gäller frågor om transparens, förmåga att fatta snabba beslut och ledningens tillgänglighet.

Kostnaden för statskulden har minskat

Den totala kostnaden för statskulden sjönk med 9 miljarder kronor mellan 2015 och 2019 och var i genomsnitt 18 miljarder kronor. De olika skuldslagets andel av den totala skulden står inte i paritet till de olika skuldslagets kostnadsandel, men det beror bland annat på att skuldandelarna har olika löptider och emitterats vid olika tidpunkter.

Kronan har under hela perioden försvagats mot samtliga valutor i valutaskulden. Ur ett kostnadsperspektiv har det inte varit fördelaktigt att amortera på valutaskulden oavsett metod. Sammantaget har valutaupplåningen fortsatt öka kostnaden för statskuldsförvaltningen. Riksgälden utnyttjande nästan hela positionsmandatet för en starkare krona vilket enligt ESV:s uppfattning är ett rimligt agerande. Effekten av amorteringen av valutaskulden i en tid med en svag krona har därmed kunnat mildras något. Det är möjligt att de negativa effekterna av amorteringen hade kunnat mildras ytterligare om positionsmandatet hade utökats enligt Riksgäldens förslag 2017. Genom att amorteringen av valutaskulden har stoppats i väntan på en analys är dock frågan om ett utökat mandat för positioner i kronans valutakurs tills vidare inte aktuell.

Nytt och bättre kostnads- och riskmått sedan 2018

Riksgälden redovisar sedan 2018 kostnaden för statskuldsförvaltning enligt en ny beräkningsmetod. Tidigare behövde Riksgälden revidera kostnadsmättet retroaktivt vilket gjorde det svårtolkat. Numera värderas kostnaden för respektive skuldslag till sin emissionsränta. Inflation- och valutakursrörelser får dessutom direkt genomslag i

kostnaden. ESV ser positivt på Riksgäldens ändring av kostnadsmättet, vilket dessutom är i linje med den rekommendation som ESV lämnade i utvärderingen 2016. ESV anser dock att redovisningen av måttets resultat i utvärderingarna 2018 och 2019 saknar information om de underliggande komponenternas betydelse för den totala kostnaden i varje skuldslag. ESV rekommenderar därför Riksgälden att i kommande utvärderingar redogöra för hur de olika komponenterna påverkar kostnaden.

ESV anser dessutom att risken i statsskuldsvärdningen inte tydligt framgår i underlagen för utvärdering. Det saknas en samlad diskussion om hur risken har påverkats av skuldens sammansättning och löptid. Det är därmed svårt att ställa kostnaderna för de olika skuldslagen i relation till hur de påverkar risken för hela statsskulden. Det gäller främst valutaskulden som är det skuldslag där kostnaden varierar mest.

ESV ser vidare positivt på att Riksgälden tagit till sig av de förslag som Riksrevisionen haft när det gäller redovisningen av ränteswappar. ESV anser att det är viktigt att vara tydlig med att om ränteswappar eller statsskuldsväxlar inte hade använts så skulle löptiden för den nominella kronskulden blivit för lång. Det sammanlagda resultatet av att använda ränteswappar som Riksgälden redovisar är alltså en jämförelse med en fiktiv situation där Riksgälden inte skulle ha uppfyllt riktklinjen för den nominella skuldens löptid.

Kort utvärderingsprocess förutsätter utförliga underlag

Regeringen ska enligt budgetlagen utvärdera förvaltningen av statsskulden genom en skrivelse som vartannat år lämnas till riksdagen. Utvärderingen av statsskuldsvärdningen omfattar en femårsperiod vilket innebär att de två sista utvärderingsåren är helt nya, medan övriga år överlappar föregående utvärdering. Information om det sista utvärderingsåret är tillgänglig först efter årsskiftet för det sista utvärderingsåret. Följden blir en sammanpressad process som samtidigt ställer höga krav på precision och noggrannhet. En extern utvärderare, i det här fallet ESV, är starkt beroende av de utvärderingsunderlag som Riksgälden kan lämna. Riksgälden utgör första länken i processen och har både djupa kunskaper i ämnet och tillgång till data.

ESV:s allmänna bedömning är att Riksgäldens underlag för utvärdering är kortfattade och sparsamma och skulle behöva utvecklas. ESV anser att Riksgälden med relativt begränsade insatser kan förbättra underlagen och på så sätt underlätta de externa utvärderarnas arbete. ESV:s förslag på åtgärder bidrar till att öka transparensen och tillförlitligheten i de redovisade resultaten. Samtidigt vill ESV också poängtera att underlagen överlag innehåller mycket information och att Riksgälden har utvecklat underlagen vad gäller till exempel redovisningen av swapresultat.

2 Inledning

2.1 Bakgrund

Det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen regleras i budgetlagen.¹ Målet är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risk. Förvaltningen ska också ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Regeringen styr Riksgäldens förvaltning av statsskulden på en övergripande nivå genom att årligen ta fram riktlinjer för statsskuldsförvaltningen. Riktlinjerna fastställer bland annat statsskuldens sammansättning och löptid för de olika skuldslagen. Regeringens riktlinjebeslut baseras till stor del på Riksgäldens förslag på riktlinjer som även Riksbanken får yttra sig över. Riksgälden ansvarar för det operativa arbetet som styrs av interna riktlinjer, riktmärken och andra beslutsunderlag. Dessa är i linje med regeringens årliga riktlinjebeslut. Regeringen utvärderar statsskuldsförvaltningen och överlämnar den i en skrivelse till Riksdagen i april vartannat år. Riksgäldens underlag samt ESV:s utvärderingar av statsskuldsförvaltningen utgör underlag till regeringens skrivelse.

2.2 Uppdrag och syfte

Regeringen har gett ESV i uppdrag att utvärdera statens upplåning och skuldförvaltning.² Det är ett återkommande uppdrag som levereras till regeringen i mars vartannat år. Inriktningen på ESV:s utvärdering bestäms enligt regleringsbrevet i samråd med Finansdepartementet. ESV har dock möjlighet att utvärdera även andra frågeställningar. Uppdraget ska redovisas till regeringen senast den 20 mars 2020.³ Uppdragets syfte är att bistå regeringen med en oberoende utvärdering av Riksgäldens arbete med statens upplåning och skuldförvaltning 2015–2019. De övergripande frågor som utredningen ska besvara är följande:

- I vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under 2015–2019 har varit utformade i enlighet med det statsskuldpolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, liksom med utgångspunkt i det statsskuldpolitiska målet.

2.2.1 Avgränsningar

ESV senaste utvärderingar av statsskuldsförvaltningen har gällt perioden 2011–2015 respektive 2013–2017. Utvärderingsrapporterna levererades i mars 2016 respektive 2018. Föreliggande utvärdering avser perioden 2015–2019. Fokus för analysen läggs

¹ 5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203).

² Regleringsbrev för budgetåren 2019 respektive 2020 avseende Ekonomistyrningsverket.

³ Regleringsbrev för budgetåret 2019 avseende Ekonomistyrningsverket.

på åren 2018 och 2019, eftersom ovan nämnda utvärderingar redan berört åren 2015–2017. Rapporten berör även till viss del riktlinjeändringar för år 2020 eftersom de har påverkat den operativa förvaltningen under 2019.

2.2.2 Genomförande

Utvärderingen av statsskuldens förvaltning är ett återkommande uppdrag i ESV:s regleringsbrev. ESV har utifrån de analyser som genomförts i de föregående utvärderingarna lämnat vissa rekommendationer. Riktlinjerna justeras och ändras över tid i en riktning som ibland överensstämmer med ESV:s tidigare rekommendationer. I denna utvärdering görs en bedömning av om de slutsatser ESV dragit i tidigare utvärderingar fortfarande är relevanta för den tidsperiod som nu utvärderas.

För att besvara frågorna som ställs i detta uppdrag går vi igenom de styrande dokument, utvärderingar och analyser som har gjorts med anknytning till Riksgäldens uppdrag att förvalta statsskulden. Regeringens riktlinjer och skrivelser, Riksgäldens riktlinjeförslag, utvärderingar, finans- och riskpolicy, styrelseprotokoll och underlag till beslut är relevanta dokument i sammanhanget. Ytterligare relevanta dokument är Riksbankens yttranden, ESV:s utvärderingar och andra angränsande offentliga utredningar.

I övrigt inhämtas information till uppdraget genom intervjuer med personer på Riksgälden, Riksbanken, Finansdepartementet samt bland återförsäljare till Riksgälden (marknadsgaranter). Vid behov konsulteras oberoende experter inom området. Relevant statistik hämtas främst från Riksgälden, Riksbanken och SCB.

Utöver det inledande kapitlet är rapporten disponerad enligt följande. Kapitel 3 består av en historisk beskrivning av bakgrunden till dagens statsskuldspolitik och förvaltning. Kapitlet kan läsas fristående. I kapitel 4 beskrivs och utvärderas riktlinjeförändringar sedan 2015. Riksgäldens praktiska tillämpning av statsskuldskonstruktionen utvärderas i kapitel 5 till kapitel 8. I kapitel 9 diskuteras utvärderingsprocessen och kvaliteten på Riksgäldens underlag till utvärdering. ESV:s samlade bedömning framgår av sammanfattningen.

3 Historisk översikt

Utvecklingen i både världsekonomin och den svenska ekonomin utgör en yttre ram för statsskuldsvältsförvaltningen. Den inre ramen för statsskuldsvältsförvaltningen bestäms av riktlinjerna för statsskuldsvältsförvaltning som regeringen årligen tar beslut om. Det är det yttre ramverket och den makroekonomiska utvecklingen som har störst betydelse för hur upplåningskostnaderna utvecklas medan den inre ramen, regeringens riktlinjer för statsskuldsvältsförvaltning och Riksgäldens tillämpning av dessa, har en mer begränsad påverkan.

Sverige är en liten och öppen ekonomi som är starkt beroende av den utveckling som sker i omvärlden. Under de senaste tre decennierna har de ekonomisk-politiska förutsättningarna i världen genomgått stora förändringar. Krisen i början på 1990-talet har bidragit till successiva reformer av både finans- och penningpolitiken i Sverige. De senaste decenniernas ekonomiska utveckling i såväl världen som Sverige har satt agendan för dagens statsskuldspolitik och statsskuldsvältsförvaltning.

3.1 Starka offentliga finanser

De offentliga finanserna har utvecklats väl i Sverige sedan införandet av det finanspolitiska ramverket. För det finansiella sparandet i offentlig sektor finns ett överskottsmål.⁴ Ackumulerat sedan 2000 är sparandet positivt men har dock i genomsnitt legat under målnivån för överskottsmålet sedan det infördes.

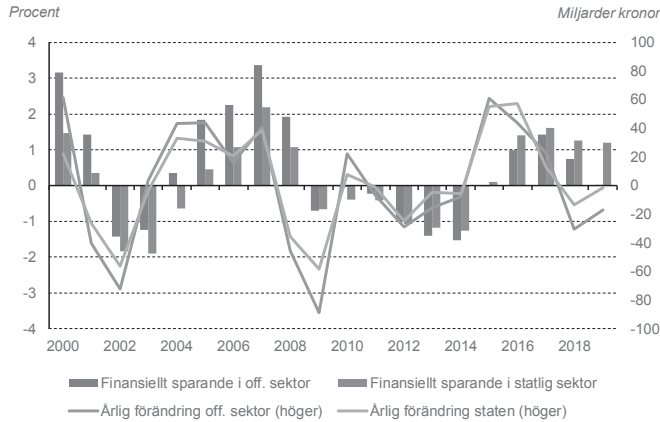
Statens finansiella sparande uppgår i genomsnitt till 0,58 procent av BNP under perioden 2000–2019. Om överföringar som skett från AP-fonderna exkluderas uppgår sparandet till 0,14 procent. Sparandet fluktuerar dock kraftigt från år till år, vilket till stor del förklaras av variationer i skatteintäkterna.⁵ Det finansiella sparandet försämrades kraftigt under ett antal år efter finanskrisen 2009, samtidigt som det förbättrades i andra EU-länder. Det återspeglar att Sverige delvis hade större möjligheter att stimulera ekonomin än många andra länder.⁶ Trenden vände 2015 och det finansiella sparandet i staten har sedan dess varit positivt. I genomsnitt har det varit 1,1 procent 2016–2019.

⁴ Prop. 1996/97:150, bet. 1996/97: FIU20, rskr. 1996/97:220. Genom en gradvis anpassning under tre år skulle ett överskott motsvarande 2 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel uppnås från 2000. Målet sänktes till 1 procent 2007 och till en tredjedels procent 2019.

⁵ ESV (2018): Utvärdering av statens upplåning och skuldsvältsförvaltning 2013–2017.

⁶ ESV (2016): Utvärdering av statens upplåning och skuldsvältsförvaltning 2011–2015, s. 9.

Diagram 1 Finansiellt sparande i offentlig sektor och statlig sektor som andel av BNP samt årlig förändring åren 2000–2019



Källa: ESV:s bearbetning av SCB-data avseende nationalräkenskaperna.
Anm.: Finansiellt sparande i staten exklusive överföringar från AP-fonden.

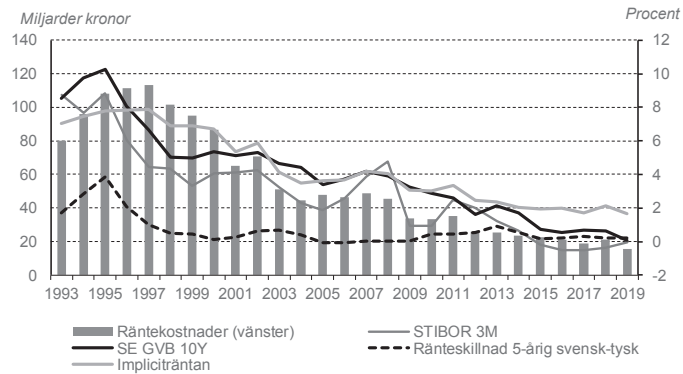
3.2 Lågt ränteläge och sjunkande statsskuld

Krisen på 90-talet medförde att förtroendet för svensk ekonomi snabbt försämrades, vilket bland annat resulterade i ökade räntekostnader för statens upplåning. Räntedifferensen mot tyska femåriga obligationer ökade och var som störst 1995 då den uppgick till 3,8 procentenheter. De åtgärder som vidtogs med början i mitten av 90-talet – inflationsmålet, utgiftstaket i statens budget, den nya budgetlagen, balanskravet i kommunsektorn, det autonoma pensionssystemet och överskottsmålet – stärkte både statens finanser och trovärdigheten för den svenska ekonomin. Vid millennieskiftet hade räntedifferensen sjunkit till 0,1 procentenheter. Den stora differensen under åren 1993 och 2000 medförde ökade ränteutgifter om totalt drygt 155 miljarder kronor. Under samma period ökade statsskulden med 163 miljarder kronor, vilket innebar att saneringen av statens finanser resulterade i ett mer eller mindre oförändrat primärt lånebehov (nettolånebehovet exklusive ränteutgifter). Nettot av övriga inkomster och utgifter på statens budget bidrog således under perioden till att öka statsskulden med 7 miljarder kronor. Åren efter millennieskiftet sjönk både de korta och långa svenska marknadsräntorna, i takt med sjunkande räntor i utlandet. Nedgången resulterade till slut i negativa räntor på flera löptider.

Den korta räntan (STIBOR 3M) och den tvååriga statsobligationsräntan har varit negativa sedan 2015. Den femåriga statsobligationsräntan har varit negativ under 2016, 2017 och 2019. Den utvecklingen hänger samman med att Riksbanken har haft en negativ styrränta (reporänta) sedan februari 2015, vilket främst påverkar nivån på

de kortare räntorna men även förväntningarna på de något längre räntorna.⁷ De fortsatt sjunkande marknadsräntorna har bidragit till att räntorna på statsskuden är på en historisk låg nivå. Förra året uppgick räntekostnaderna till 15 miljarder kronor vilket innebär en implicit ränta på 1,7 procent.⁸ Om marknadsräntorna i stället hade legat kvar på samma nivå som vid millennieskiftet skulle räntorna på statsskuden varit cirka 55 miljarder kronor högre.

Diagram 2 Statens räntekostnader, räntor med olika löptider, ränteskillnaden mellan svenska och tyska femåriga obligationer samt impliciträntan under 1993–2019



Källa: SCB respektive Riksbanken

Anm.: Stibor 3 M avser ett genomsnitt av de räntesatser som storbankerna i Sverige är villiga att låna ut på tre månader. SE GVB10Y avser nominella statsobligationer på löptiden 10 år. Impliciträntan avser kvoten mellan räntekostnader och statsskuden inklusive vidareutlåning.

Sedan millennieskiftet har statsskuden⁹, både med och utan vidareutlåning, minskat trendmässigt även om den ökat enstaka år (diagram 3). Mellan 2015 och 2019 har skuden minskat med 291 miljarder kronor och som andel av BNP från 33 till 22 procent. Det minskade lånebehovet förklaras dels av en stark konjunktur, dels av engångseffekter.¹⁰ Engångseffekterna, främst i form av kapitalplaceringar på skattekontot och minskade lån till riksbanken, uppgick sammantaget till 129 miljarder kronor under perioden. Sedan 2009 tar Riksgälden upp lån för vidareutlåning till Riksbanken. Om vidareutlåningen, som 2019 uppgick till 193 miljarder kronor, räknas med uppgick statsskuden till 18 procent av BNP. Räntorna på statsskuden påverkas däremot inte av vidareutlåningen eftersom Riksbanken står för dessa räntekostnader.

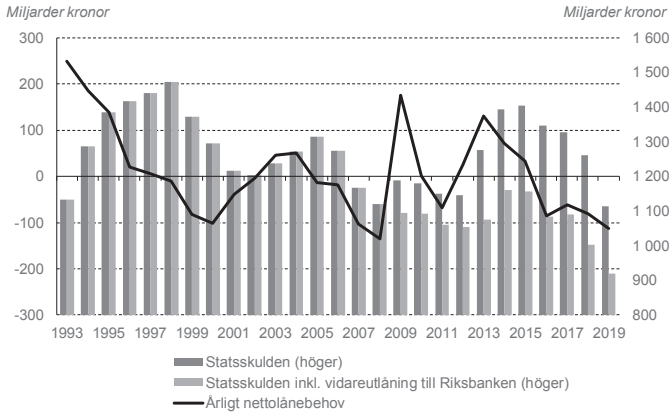
⁷ Reporäntan höjdes från -0,25 till 0 procent i januari 2020.

⁸ Räntekostnader enligt nationsräkenskaperna.

⁹ Statsskuden, okonsoliderad.

¹⁰ Nettolånebehovet motsvarar budgetsaldot med omvänt tecken.

Diagram 3 Statsskuden med och utan vidareutlåning till Riksbanken samt årligt nettolånebehov 1993–2019



Källa: SCB och ESV

3.3 Inflationen ligger runt målet och kronan är svag

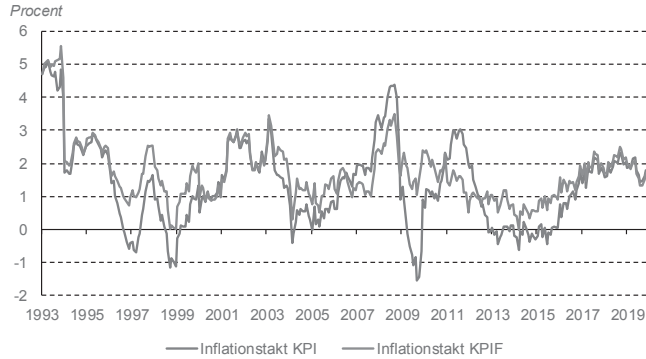
Inflationstakten och inflationsförväntningarna är faktorer som påverkar statsskuldsvältningen. Riksbankens styrning av penningpolitiken spelar en nyckelroll i detta sammanhang. Prisstabilitetsmålet utgör grunden för styrningen på så sätt att styrräntan anpassas efter Riksbankens bedömning av inflationsutvecklingen.¹¹ Förväntningar om framtida räntesänkningar när ekonomin försvagas och inflationstrycket sjunker påverkar värdet på statsobligationer med längre löptider. Värdet stiger när räntan faller och konjunkturen försämras och tvärtom när förhållandena är de motsatta.

I samband med införandet av inflationsmålet introducerade Riksgälden realobligationerna.¹² Skälet var att dels erbjuda investerarna en säker real avkastning, dels öka tilltron till Riksbankens nya inflationsmål. Inflationstakten har varierat mellan -1,6 och 5,1 procent sedan målet introducerades (diagram 4).¹³ Sedan 2017 har inflationen dock legat nära 2 procent, särskilt under 2018 och till viss del 2019. Eftersom inflationsmålet numera är etablerat är argumentet att emittera realobligationer för trovärdighetens skull inte längre lika viktigt. Lägre inflationsförväntningar har lett till att kostnadsfördelen för reala obligationer har sjunkit över tid. Marknadens intresse för realobligationer har därför svalnat på senare år.

¹¹ SOU (2014:8): Översyn av statsskuldspolitiken. Betänkande av Statsskultsutredningen, s. 77.

¹² Inflationsmålet infördes 1993 och började gälla från 1995. Se: <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/inflationsmalet/>.

¹³ Avser KPI per månad jämfört med samma månad året innan.

Diagram 4 Inflationstakt KPI och KPIF 1993–2019

Källa: SCB

En del av statsskulden är exponerad mot utländsk valuta och utvecklingen på valutamarknaden är en viktig faktor för statsskulden. Valutakurser kan vara mycket volatila och de ligger inte alltid på en nivå som kan förväntas i förhållande till de rådande ekonomiska omständigheterna. Att prognostisera valutakursernas utveckling är därför svårt. Förekomsten av en valutaskuld ställer dock krav på löpande bedömningar av valutakursernas utveckling, särskilt kronkursen.

KIX-index visar att kronan har fluktuerat kraftigt under perioden 1993–2019 i förhållande till den genomsnittliga korgen av valutor som ingår i detta index (diagram 5).¹⁴ Det är tydligt att kronan har försvagats i samband med ekonomiska och finansiella kriser. Kronan var som svagast i mars 2009 efter finanskrisen, men stärktes successivt fram till mars 2013. Därefter har trenden åter varit negativ. Sverige har haft en bra ekonomisk utveckling, en internationellt sett låg statsskuld som andel av BNP samt ett positivt offentligt finansiellt sparande. Mot den bakgrunden är det svårt att förstå den trendmässiga försvagningen av kronan sedan 2013. Men kronans växelkurs påverkas också av andra omvärldsfaktorer som produktivitetstillväxt eller hur landets bytesförhållanden har utvecklats över tid.¹⁵

¹⁴ När KIX-index ökar (minskar) så försvagas (förstärks) kronan i förhållande till andra valutor. De bilaterala växelkurser som ingår vägs samman utifrån hur betydelsefulla de är för Sveriges utrikeshandel.

¹⁵ Riksbanken (2019): Penningpolitisk rapport juli 2019.

Diagram 5 KIX-index 1993–2019



Källa: Riksbanken

3.4 Mål för statsskuldförvaltningen införs i lagen

Målet för statsskuldförvaltningen är att långsiktigt minimera kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk. Detta övergripande mål regleras sedan 2011 i budgetlagen, men i princip gällde det redan 1998 enligt den då gällande lagen om statens upplåning.¹⁶ Att målet skulle uppnås inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer tillämpades dock redan 1990 enligt beslut av dåvarande riksdag.¹⁷ Statsskuldens ökade betydelse för statens finanser innebar att riksdagens behov av utvärdering av statsskuldförvaltningen också ökade. Bestämmelsen från 1998 om att regeringen skulle göra en samlad utvärdering av statsskuldförvaltningen i en årlig skrivelse till riksdagen var en följd av detta. Frekvensen för regeringens utvärdering ändrades till att gälla vartannat år från och med 2008. De främsta skälen till ändringen var att regeringen ansåg att statsskulden hade fått en minskad budgetmässig betydelse och att skuldpolitiken hade fått en mer långsiktig natur.¹⁸

I samband med de ändringar som gjordes 1998 i dåvarande lag om statens upplåning beslutades också om att Riksgäldskontoret årligen skulle ta fram förslag till riktlinjer för statsskuldförvaltningen som regeringen sedan skulle ta beslut om.¹⁹ Första gången Riksgäldskontoret tog fram sådana riktlinjeförslag var i september 1998.²⁰

¹⁶ Budgetlag (2011:203) samt Lag om ändring i lagen (1988:1387) om statens upplåning. SFS 1998:659.

¹⁷ SOU (2014:8): Översyn av statsskuldpolitiken. Betänkande av Statsskuldutredningen s. 44.

¹⁸ Prop. 2007/08:1, utgiftsområde 2 s. 100.

¹⁹ Prop. 1997/98:154. Lag om ändring i lagen (1988:1387) om statens upplåning. SFS 1998:659.

²⁰ RGK (1998): Förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning, 1998-09-28, Dnr 1998/3027.

4 Regeringens riktlinjeändringar

Regeringen styr statsskuldens förvaltning på övergripande nivå genom årliga beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Till grund för dessa beslut ligger bland annat Riksgäldens förslag till riktlinjer. Detta kapitel innehåller en genomgång av regeringens förändringar i riktlinjerna som genomförts under perioden 2018–2019. Riktlinjerna för åren 2015–2017 har kommenterats i tidigare utvärderingar. Även om riktlinjerna för 2020 inte ingår i utvärderingen så refereras de kort som komplettering till den bild som ges av utvecklingen 2015–2019.

Under perioden 2018–2019 har två riktlinjer utgått, volymriktmärket för långa nominella obligationer samt riktlinjen för privatmarknadsupplåning (tabell 1). Därutöver har löptiderna för den nominella kronskulden förlängts och breddats. Från och med 2019 är löptidsintervallet detsamma för den nominella och reala kronskulden, och från och med 2020 kommer även valutaskulden att ingå i samma löptidsintervall.²¹ Minskningen av valutaskulden upphör tillsvidare enligt riktlinjerna för 2020.

Tabell 1. Utvalda riktlinjeändringar 2015–2020

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Statsskuldens löptid mätt som duration (år)						
Nominell kronskuld	2,6–3,1	2,6–3,6	2,9–3,9	4,3–5,5 ¹	4,0–6,5 ²	3,5–6,0 ³
Real kronskuld	6,0–9,0					
Valutaskuld	0,125	0,0–1,0				
Statsskuldens sammansättning						
Långa nominella obligationer	70 miljarder kronor			Volymriktvärdet utgår		
Valutaskuld	Minskning med högst 30 miljarder kronor per år				Oförändrad exponering	
Privatmarknadsupplåning					Utgår	
Kostnad och risk						
Kostnadsmått				Kostnadsmättet förtydligas		
Riskmått				Riskmättet förtydligas		

Källa: Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2015–2020

¹ Löptidsintervallet 2018 påverkas främst av att volymriktvärdet för nominella obligationer med lång tid till förfall utgår.

² Löptidsintervallet 2019 påverkas främst av att nominell och real kronskuld får gemensam löptidsstyrning.

³ Löptidsintervallet 2020 påverkas främst av att kronskulden och valutaskulden får gemensam löptidsstyrning.

²¹ Regeringen (2019): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020.

4.1 Bredare riktlinjer och mer övergripande styrning

Utvecklingen av riktlinjerna 2018 och 2019 går överlag mot att regeringen styr på en mer övergripande nivå än tidigare. Riksgälden får därmed större utrymme att internt bestämma riktlinjer för respektive skuldslag och på så sätt anpassa förvaltningen av statsskulden till rådande marknadsförutsättningar. Det är dels färre krav på hur sammansättningen ska se ut, dels färre fastställda värden på löptider och volymer. Styrningen går således mer mot att Riksgälden själv ska avgöra hur man bäst tillämpar de övergripande riktlinjerna. Riksgälden ska dock enligt riktlinjerna fortsatt vara transparent och tydligt redovisa sina beslut i de delar där fastställandet gått över från regering till Riksgälden.

Genom att löptiderna för respektive skuldslag inte längre bestäms i riktlinjerna ska Riksgälden i stället fastställa dem i finans- och riskpolicyn.²² Riktlinjen om ett volymriktvärde för obligationer med lång tid till förfall utgick 2018. Trots att volymen inte längre bestäms i riktlinjerna ska Riksgälden även framöver ha instrument med mer än tolv år till förfall. Det är således upp till Riksgälden att bestämma nivån.

4.1.1 Löptidsändringar

Löptiden för den nominella skulden fastställdes 2018 till mellan 4,3 och 5,5 år och 2019 till mellan 4 och 6,5 år. Det innebar en förlängning av löptiden och att intervallet blivit bredare. Löptiden är en av flera faktorer som påverkar statsskuldens förväntade kostnad och risk. Historiskt har avkastningskurvan i regel haft en positiv lutning, det vill säga korta räntor har varit lägre än långa räntor. Under många år utgick analysen bakom valet av löptid från att skillnaden mellan korta och långa räntor till stor del berodde på att marknadsaktörerna krävde kompensation för att binda pengar (löptidspremie). Ränteskillnaden vad avser löptiden har också sin förklaring i att marknadsaktörerna i genomsnitt förväntar sig att räntorna ska stiga (förväntningshypotesen).²³

De senaste årens analyser har visat att löptidspremien fallit över tid och att den sedan några år tillbaka förefaller vara närmare noll.²⁴ En viktig förklaring till varför löptidspremierna minskat sedan mitten av 1990-talet är att inflationsmålet vunnit trovärdighet. På senare år har Riksbankens expansiva penningpolitik, bland annat innefattande köp av statsobligationer, liksom nya marknadsregleringar sannolikt bidragit till att löptidspremien minskat.²⁵ Ytterligare en förklaring är att fler bolånetagare väljer rörliga bolån. När efterfrågan på kortfristiga lån ökar faller löptidspremierna. Riksgäldens förslag att förlänga löptiden för den nominella skulden är en följd av att löptidspremien har minskat.

²² Regeringen (2018): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019.

²³ Regeringen (2017): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2018.

²⁴ Ibid.

²⁵ Försäkringsbolag måste enligt ny reglering i högre grad än tidigare matcha sina långa åtaganden.

4.1.2 Volymriktvärdet för nominell kronskuld med löptid över tolv år utgår

Ett gemensamt löptidsmål (intervall) för hela den nominella kronskulden infördes 2018. Därmed utgick det volymsatta löptidsriktvärdet på 70 miljarder kronor för instrument med mer än tolv år till förfall. Löptidsstyrningen som ersattes har sin bakgrund i finanskrisen 2008–2009. Regeringen gjorde det då möjligt för Riksgälden att emittera en statsobligation med lång löptid genom att upphäva det tidigare löptidsriktvärdet för den nominella kronskulden. Det huvudsakliga skälet var att Riksgälden skulle ges möjlighet att låsa in räntor som ur ett långsiktigt perspektiv framstod som låga. Till detta angavs argument om behovet av att sprida upplåningen på fler löptider i en situation när utsikterna för statsfinanserna försämrades och osäkerheten tilltog. Från och med 2010 delades löptidsstyrningen av den nominella skulden upp i instrument med kortare respektive längre tid än tolv år till förfall.

Som skäl för att slopa volymmåttet angav Riksgälden att volymmåttet skapar en detaljstyrning som utgör ett avsteg från den princip som i övrigt kännetecknar riktlinjerna, nämligen att regeringen styr avvägningen mellan kostnad och risk genom att besluta om exponeringen (i det här fallet löptiden), medan Riksgälden ansvarar för hur upplåningen ska verkställas. Riksgälden angav även att styrmodellen är trubbig eftersom den likabehandlar alla obligationer med löptider längre än tolv år. Valet av löptid bestämmer balansen mellan förväntad kostnad och risk. Att låna på korta löptider har historiskt medfört lägre kostnader men samtidigt högre risk (större kostnadsvariation) eftersom lånevillkoren förnyas oftare. Styrmodellen gör således inte någon skillnad på obligationer med olika löptider, vilket försvårar regeringens styrning vad gäller avvägningen mellan kostnad och risk. Enligt Riksgälden fanns det även en teknisk komplikation i den rådande styrmodellen. I takt med att den återstående löptiden för en lång obligation minskar kommer den för eller senare att passera den tolvåriga löptidsgränsen. Det medför i sin tur att durationsintervallet för den övriga nominella kronskulden behöver justeras.²⁶

Trots att volymmåttet utgick 2018 så angav Riksgälden då att utgivningen av obligationer med lång löptid skulle fortsätta. Det fastställda volymmåttet ersattes också med en riktlinje om att Riksgälden ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall. I regeringens överväganden anges att den ändrade riktlinjen gör att det mer tydligt framgår att Riksgälden även i fortsättningen kan ge ut instrument med längre löptider.²⁷

²⁶ RGK (2017): Statsskulden förvaltning. Förslag till riktlinjer 2018–2021, s.6.

²⁷ Regeringen (2017): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2018.

4.1.3 Privatmarknadsupplåningen utgår ur riktlinjerna

Med 2019 års riktlinjer för statsskuldsförvaltningen utgår riktlinjen om att Riksgälden ska ha privatmarknadsupplåning som en del i finansieringen av statsskulden. Privatmarknadsupplåningen ska bidra till att långsiktigt minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.²⁸ Det förutsätter att staten kan låna billigare av privatpersoner än av institutionella investerare. Eftersom så inte varit fallet med de senaste årens låga räntor beslutade Riksgälden 2016 att tillsvidare upphöra med utgivningen. Att åter bygga upp en verksamhet kring premieobligationer skulle medföra betydande kostnader och det skulle krävas en långsiktig satsning.²⁹ I den analys som gjordes inför sloandet av riktlinjen angav Riksgälden att sannolikheten för att minska kostnaderna med hjälp av premieobligationer den närmsta tiden var låg, även utan de merkostnader som en nystart av verksamheten skulle föra med sig. Så länge statsobligationsräntorna är negativa eller mycket låga är det inte möjligt att ge ut premieobligationer med lägre ränta än på statsobligationer. En grundläggande förutsättning för att premieobligationerna ska vara lönsamma är därmed att statsobligationsräntorna stiger och stannar på en högre nivå under en längre tid. Oavsett om statsobligationsräntan blir varaktigt högre krävs det även en viss försäljningsvolym för att premieobligationerna ska ge ett positivt resultat.³⁰ En sådan försäljningsvolym saknades dock vid tillfället och skulle vara kostsam att bygga upp. Riksgälden valde därför att föreslå att riktlinjen om privatmarknadsupplåning skulle slopas.

I de fastställda riktlinjerna för 2019 slopades riktlinjen enligt Riksgäldens förslag. Regeringen ansåg att dåvarande formulering var onödig och att det fanns en risk att den ledde till ökad otydlighet. Regeringen bedömde att Riksgälden, även utan någon specifik riktlinje, både hade en möjlighet och en skyldighet att bedriva privatmarknadsupplåning om denna bedöms som effektiv utifrån det överordnade målet.³¹ Det fanns inget behov av att låta riktlinjen vara kvar eftersom privatmarknadsupplåningen sedan 2016 inte bedömts vara fördelaktig ur ett kostnadsperspektiv.

4.1.4 Nominell och real skuld utgår från samma löptid

Med 2019 års riktlinjer slogs löptidsstyrningen för den nominella och den reala kronskulden ihop. Regeringen lämnade därmed över åt Riksgälden att själva besluta om separata löptider för respektive skuldslag. Sammanslagningen innebar att löptiden ändrades jämfört med 2018. Löptiden breddades och den övre gränsen för intervallet ändrades mer än den nedre gränsen.

²⁸ Regeringen (2017): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2018, s.33.

²⁹ RGK (2018): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2019–2022, s. 13.

³⁰ RGK (2018): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2019–2022.

³¹ Regeringen (2018): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019, ss. 16–17.

När Riksgälden introducerade realobligationerna på 1990-talet var strategin att låna i längre löptider än vad som då gällde för nominella obligationer. Strategin byggde på bedömningen att investerare var villiga att betala extra för att försäkra sig mot oförväntad inflation. Värdet av en sådan försäkring antogs vara större på lång sikt. Riksgälden bedömde att investerare var villiga att betala mer för att placera långsiktigt än kortsiktigt i realobligationer och att det följaktligen skulle vara billigare att låna i långa löptider. Med andra ord antogs löptidspremien vara negativ, i motsats till premien för nominella obligationer.³²

Erfarenheten visar dock att investerare främst efterfrågar obligationer med kortare löptid, upp till tio år. Det kan bero på att inflationsmålets trovärdighet bidragit till att minska risken för hög och varierande inflation på lång sikt, samtidigt som det visat sig vara svårt för Riksbanken att påverka inflationen på kortare sikt. Under senare år har den låga räntenivån också bidragit till att minska efterfrågan på långa obligationer. Men att efterfrågan på långa realobligationer varit lägre än väntat beror främst på att obligationerna inte används på det sätt som antogs från början.

Enligt Riksgälden har därmed efterfrågebilden för realobligationer när det gäller löptider visat sig vara densamma som för nominella obligationer. Riksgälden har därför gradvis gått över till att emittera i samma löptider som i nominella statsobligationer. Enligt Riksgälden fanns inga starka skäl att ha en separat styrning av de två tillgångslagen, eftersom strategin när det gäller löptid är densamma för båda instrumenten. Ett gemensamt styrmått skulle enligt Riksgälden i stället ge bättre överblick över risknivån i kronskulden. Det skulle även innebära ökad flexibilitet. Exempelvis kan det bli enklare att hantera den period då realskuldens löptid blir extra kort drivet av enskilda utgåvor, eftersom dessa utgåvor får ett mindre genomslag på kronskulden som helhet.³³

4.1.5 ESV:s bedömning av ändringarna

Merparten av riktlinjeändringarna under åren 2018 och 2019 har bidragit till att styrningen av statsskuldsförvaltningen via riktlinjerna blivit mer övergripande. Mest tydligt framgår detta i ändringarna som rör den nominella och reala kronskuldens löptid samt att volymmåttet för obligationer med lång tid till förfall har utgått. Som nämnts ovan ingår inte 2020 i utvärderingen men det kan ändå noteras att valutaskulden ingår i samma löptidsstyrning som nominell och real kronskuld från och med 2020. Det går även att se den borttagna riktlinjen om privatmarknadsupplåning som en del i riktningen mot bredare styrning. Att Riksgälden kan låna på privatmarknaden om det visar sig kostnadseffektivt gäller fortfarande då de är fria att använda den kanalen även utan den explicita riktlinjen.

³² RGK (2018): Statsskulden förvaltning. Förslag till riktlinjer 2019–2022.

³³ Ibid.

ESV:s uppfattning är att det är mer ändamålsenligt att löptiderna slås ihop i riktlinjerna. En riktlinje om gemensam löptid renodlar avvägningen mellan kostnad och risk eftersom riktlinjebesluten om sammansättning respektive löptid hålls isär. Regeringen tar på det sättet beslut på en mer övergripande nivå. Riksgälden får därmed större möjlighet att anpassa löptider för enskilda skuldslag till rådande omständigheter.

Det är viktigt att det finns fortsatt transparens kring beslut om löptider. Riksgälden redovisar löptiderna för respektive skuldslag i sin finans- och riskpolicy. Det skulle underlätta förståelsen om Riksgälden även motiverar ändringar i de olika skuldslagens löptider. Motiveringarna bör framgå i Riksgäldens förslag till riktlinjer även om de faktiska löptiderna inte längre bestäms där.

Att volymmåttet för nominell kronskuld med löptid över tolv år togs bort var ett tydligt steg i övergången mot en mer övergripande styrning. Med volymmåttet delades skuldens sammansättning upp i ytterligare en typ av skuld som var motiverad när riktlinjen infördes 2010 men inte längre. Volymmåttet var inte kopplat till skuldens storlek som till exempel realobligationernas andel av skulden. I dagens läge med minskande skuldnivå skulle det kunna begränsa nyemissioner och styrningen på ett sätt som inte var avsett när volymmåttet infördes.

4.2 Ändrade kostnads- och riskmått

I ESV:s utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning för perioden 2011–2015 framförde ESV att kostnadsmåttet som då användes, *periodiserad kostnad*, var svårt att förstå.³⁴ Svårigheten låg i att kostnadsmåttet retroaktivt kunde ändras för historiska perioder. Måttet kunde inte heller på ett enkelt sätt jämföras mot marknadsdata och vedertagna avkastnings- och kostnadsmått. ESV föreslog därför att Riksgälden borde överväga att använda en förenklad metod som bygger på en värdering utifrån respektive instruments emissionsränta och där variationen i inflation och valutakurser kostnadsförs löpande. För att förbättra den löpande riskkontrollen ansåg ESV också att Riksgälden borde marknadsvärdera skulder och finansiella instrument löpande samt beräkna upplåningskostnader baserade på dessa marknadsvärden. ESV menade även att det saknades en redovisning av upplåningskostnadernas risk och rekommenderade därför Riksgälden att redovisa hur denna risk bör mätas. Slutligen rekommenderade ESV regeringen att ge Riksgälden i uppdrag att utarbeta förslag till riktmärkesportföljer för att utvärdera Riksgäldens upplåningskostnader.

Mot bakgrund av ESV:s synpunkter gav regeringen Riksgälden i uppdrag att dels undersöka om måttet periodiserad kostnad kunde förenklas så att det inte beror på antaganden om framtida händelser, dels rapportera hur mycket kostnaden varierade

³⁴ ESV (2016): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015.

över tid genom att redovisa ett riskmått.³⁵ Riksgälden fick också i uppdrag att utreda om det kan anses vara ändamålsenligt att införa någon form av riktmärkesbaserad utvärdering av upplåningskostnaderna. Det övergripande syftet med uppdraget var att utreda om det gick att underlätta utvärderingen av det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen.

I december 2016 redovisade Riksgälden sitt uppdrag till regeringen.³⁶ Förslaget innebar i korthet en modifiering av dåvarande kostnadsmått *periodiserad kostnad* som innebar att det inte längre skulle bero på antaganden om framtida händelser och därmed behövde revideras retroaktivt. I stället skulle kostnader som uppkommer på grund av växelkursförändringar, inflationsuppräknig och återköp tas löpande i takt med att de uppstår. Kostnaden för statsskulden skulle redovisas utifrån värderingsprincipen ”upplupet anskaffningsvärde” vilket innebär att instrumenten (nominell kronskuld, realskuld och valutaskuld) värderas till sin emissionsränta. Riksgälden föreslog även ett riskmått som utgörs av variationen i det nya kostnadsmåttet. När det gäller uppdraget att utreda om det kan vara ändamålsenligt att införa någon form av riktmärkesbaserad utvärdering av upplåningskostnaderna gjorde Riksgälden bedömningen att detta inte skulle underlätta utvärderingen av statsskuldsförvaltningen och föreslog därför ingen förändring i detta avseende.

Sedan 2018 förtydligas riktlinjerna i enlighet med de nya kostnads- och riskmått. Riksgäldens uppfyllelse av de nya kostnads- och riskmått behandlas i avsnitt 8.1.

4.3 Realobligationernas andel av skulden ändras inte

Realobligationernas andel av den totala skulden ska uppgå till 20 procent. Andelen real kronskuld justerades senast i riktlinjerna för 2015 på grund av nya beräkningsprinciper för statsskuldens andelar. ESV noterade i sin förra granskning av statsskuldsvärdet 2018 att det begränsade lånebehovet ställer större krav på att prioritera upplåning i nominella statsobligationer för att värna den marknaden.³⁷ I det ljuset kan andelen realskuld behöva sänkas på sikt om det inte finns starka kostnads- eller riskargument för att behålla den på nuvarande nivå. Riksgälden aviserade i sitt förslag till riktlinjer för 2019 att man avsåg att göra en sådan analys och analysen publicerades i och med riktlinjeförslaget till 2020.

Riksgäldens analys visade att det inte finns några systematiska kostnadsskillnader mellan real och nominell upplåning.³⁸ Valet av andel handlar därför enligt Riksgälden om att väga olika risker för att säkerställa god beredskap och långsiktigt låga kostnader. Med en minskande statsskuld blir avvägningen främst en operativ

³⁵ Regeringen (2016): Regeringens skrivelse: Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015.

Skr.2015/16:104.

³⁶ RGK (2016): Avrapportering av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas. Dnr 2016/1345.

³⁷ RGK (2018): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2019–2022, s. 12.

Riksgäldens tolkning av ESV (2018): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017.

³⁸ RGK (2019): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023.

fråga om hur upplåningen ska fördelas på olika statspapper. Med de befintliga riktlinjerna väntas stocken av realobligationer minska väsentligt även utan att andelen av den totala skulden ändras. Dessutom innebär de redan utestående realobligationerna att det finns ett åtagande gentemot investerarna och att det är viktigt att bevara förtroendet för den svenska staten som emittent. Riksgälden såg därför inget behov av att sänka riktvärdet för realskuldens andel för att ge större utrymme åt nominella statsobligationer. Regeringen angav i riktlinjerna för 2020 att man i stort höll med i Riksgäldens analys.³⁹

4.3.1 ESV:s kommentar

I tidigare utvärdering uttryckte ESV att det bör utredas om det fanns starka kostnads- eller riskargument att behålla realobligationernas andel på nuvarande nivå. Riksgälden presenterade en analys i sitt förslag till riktlinjer för 2020 som enligt ESV inte innehåller starka argument som talar för realobligationerna. Analysen ger snarare bilden att realobligationerna inte avviker nämnvärt från nominella statsobligationer vad gäller till exempel kostnaden. Hur risken påverkas av att realobligationer är en del av skulden analyseras inte.⁴⁰

ESV anser att Riksgälden fortsatt bör analysera hur realobligationerna bidrar till att minska risken för statsskulden givet att skillnaden mellan reala och nominella obligationer tycks minska. Realobligationerna ska framöver ges ut med samma löptider som de nominella obligationerna. Det gör att skillnaden mellan skuldtyperna minskar. Låga inflationsförväntningar gör att skillnaden i förväntad avkastning mellan skuldtyperna historiskt sett är liten.

4.4 Valutaskulden

I den huvudsakliga utvärderingsperioden har inga väsentliga ändringar i riktlinjerna för valutaskulden skett. Riktlinjen för valutaskulden har sedan 2015 varit att den ska minska med högst 30 miljarder kronor per år. Amorteringsnivån har varit cirka 20 miljarder kronor per år.

Bakgrunden till amorteringsbeslutet i riktlinjeförslaget för 2015 var Riksgäldens djupgående analys av valutaexponeringen i statsskulden. Slutsatsen var att valutaexponering inte systematiskt kunde bidra till att sänka kostnaden för skulden. Däremot visade analysen entydigt att risken i form av kostnadsvariation ökar. Fluktuationer i kronans växelkurs gör att kostnaden för valutaskulden varierar betydligt mer än för kronskulden. Eftersom det inte finns något skäl att ta valutarisk om det inte ger någon besparing föreslog Riksgälden att valutaexponeringen successivt skulle minska. Riksgälden bedömde då också att en lämplig minskningstakt av valutaexponeringen skulle utgå från den takt som ges av att låta

³⁹ Regeringen (2019): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020.

⁴⁰ I ett underlag till styrelsemöte i maj 2019 skriver Riksgälden att man planerar att göra en analys av hur risken påverkas av realobligationerna.

dåvarande valutaexponering förfalla. Vid den tidpunkten beräknade Riksgälden beloppet till 20 miljarder kronor per år för den kommande fyraårsperioden (2015–2018). Minskningstakten bedömdes inte vara särskilt stor sett ur ett historiskt perspektiv. Den bedömdes inte heller ha någon effekt på kronans valutakurs. Det var dock viktigt att valutaskulden inte skulle bli avsevärt mindre än valutareserven.⁴¹ Amorteringsnivån har därför sedan dess och fram till december 2019 varit cirka 20 miljarder kronor per år.

Kronan har försvagats de senaste åren vilket har gjort amorteringen på valutaskulden ofördelaktig. I riktlinjeförslaget för 2017 föreslog Riksgälden ett utökat positionsmandat från 7,5 till 20 miljarder kronor. Ett viktigt skäl till förslaget var att Riksgälden tillfälligt skulle kunna upphöra med amorteringen på valutaskulden upp till ett helt år.⁴² Förslaget avvisades av regeringen med hänvisning till Riksbankens yttrande. Det gick i princip ut på att ett utökat mandat kunde riskera att komma i konflikt med den förda penningpolitiken. ESV ansåg i sin utvärdering 2018 att den föreslagna höjningen framstod som rimlig eftersom Riksgälden inte kunde ta några taktiska positioner i kronans valutakurs inom ramen för den löpande förvaltningen.⁴³ Riksgälden föreslog inte något utökat positionsmandat i riktlinjeförslagen för 2018 respektive 2019. Men i samband med beredningen inför beslut på riktlinjeförslag för 2020 diskuterades att utöka positionsmandatet på samma sätt som i förslaget 2017.⁴⁴ Regeringen beslutade dock att tillsvidare stoppa amorteringen på valutaskulden i väntan på ny analys. Det var också Riksgäldens förslag.

4.4.1 Amorteringen av valutaskulden stoppas

I december 2019 upphörde Riksgälden med amorteringar av valutaskulden så att amorteringen under året blev lägre än planerat. Anledningen var att riktlinjen för valutaexponeringen ändrades i riktlinjebeslutet för 2020. Enligt riktlinjen ska valutaexponeringen hållas oförändrad i väntan på en ny analys.⁴⁵ Enligt Riksgälden kunde tidigare bedömningar om fördelar respektive nackdelar med en valutaexponering i statsskulden ha förändrats. Det fanns enligt Riksgälden därför skäl att analysera om statsskuldens strategiska valutaexponering bör förändras. Dessutom har den svenska kronan försvagats kraftigt de senaste åren och bedöms vara lågt värderad. Den minskade risk som en lägre valutaexponering skulle innebära bedömdes därmed inte motivera den kostnad en minskad valutaexponering medför. Regeringen ansåg att det var lämpligt att behålla den nuvarande nivån på valutaexponeringen tills analysen är genomförd.⁴⁶

⁴¹ RGK (2014): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2015–2018.

⁴² RGK (2016): Statsskuldens förvaltning. Förslag till 2017–2020, s.13.

⁴³ ESV (2018): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017, s. 52.

⁴⁴ RGK (2019): Förslag till inriktning för riktlinjearbetet inför 2020, Dnr. RG 2019/459, bilaga 10, 2019-05-14.

⁴⁵ RGK (2019): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023.

⁴⁶ Regeringen (2019): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020.

4.4.2 ESV:s kommentar

Riktlinjerna för valutaskulden, liksom för positionsmandatet, har varit oförändrade under utvärderingsperioden 2015–2019. Amorteringen på valutaskulden har skett under en period då kronan försvagats. Förutsättningarna har alltså inte varit de mest optimala för en minskning av valutaexponeringen under denna period. Det är möjligt att de negativa effekterna av amorteringen hade kunnat mildras om positionsmandatet hade utökats enligt Riksgäldens förslag 2017. Förutsättningen för amorteringen på valutaskulden var inte bättre under 2018–2019. Trots det föreslog inte Riksgälden ett utökat positionsmandat i riktlinjeförslagen dessa år. Amorteringen av valutaskulden är för tillfället stoppad i väntan på en ny analys och utredning. Frågan om ett utökat mandat för positioner i kronans valutakurs är därför tillsvidare överspelad.

5 Riksgäldens tillämpning av skuldens sammansättning och löptid

Riksgäldens har ett uppdrag att ansvara för upplåning och förvaltning av statsskulden. Inom ramen för det uppdraget ska Riksgälden sträva efter att uppnå det övergripande målet om att långsiktigt minimera kostnaden för förvaltningen av statsskulden med beaktande av risk. Målformuleringen är bred och ganska oprecis, vilket gör det svårt att exakt bedöma hur väl Riksgälden lyckas uppfylla målet.

Styrningen av den praktiska tillämpningen av förvaltningen sker inom ramen för de riktlinjer som regeringen årligen beslutar om. I både riktlinjerna och i myndighetens instruktion framgår att Riksgälden ska fastställa principer för hur regeringens fastställda riktlinjer ska genomföras.⁴⁷ Riksgälden ska således fastställa interna riktlinjer som grundar sig på regeringens riktlinjer för förvaltningen av statsskulden.⁴⁸ De interna riktlinjerna fastställs av Riksgäldens styrelse och publiceras i myndighetens rapport Finans- och riskpolicy.⁴⁹ Det är operativa riktlinjer som reglerar utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i nominell respektive real kronskuld, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvärd.

Därutöver tillämpar Riksgälden olika förvaltningsstrategier, policyer och praxis.⁵⁰ Strategierna syftar till att skapa en effektiv likviditetsförvaltning och en bra infrastruktur för statspappersmarknaden. Vidare syftar strategierna till att främja transparens och förutsägbarhet i upplåningen. Riksgälden publicerar prognoser för lånebehovet och en låneplan tre gånger per år. Låneplanen utgör underlag för beslut om emissioner. Utfall analyseras och kommenteras av Riksgälden varje månad.

I de årliga riktlinjerna görs en avvägning mellan kostnad och risk för statsskuld förvaltningen. Detta görs främst genom valet av skuldens sammansättning och löptid.

5.1 Realskuldens andel ligger över målnivån

Den reala skulden ska på lång sikt uppgå till 20 procent av den totala skulden enligt riktlinjerna (se avsnitt 4.3). Detta riktvärde har gällt sedan 2015. Andelen har i genomsnitt varit lägre än riktvärdet 2015–2016 och över det 2017–2019.⁵¹ Trendmässigt har andelen realskuld ökat sedan 2016 (diagram 6). Enligt Riksgälden beror uppgången främst på att statsskulden minskat.⁵² Under 2018–2019 har andelen i genomsnitt legat på 23 respektive 24 procent, vilket är över målnivån.

⁴⁷ RGK (2018): Statsskulden förvaltning. Förslag till riktlinjer 2019–2022, punkt 10 samt 15 § Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

⁴⁸ Regeringen (2018): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019, punkt 10.

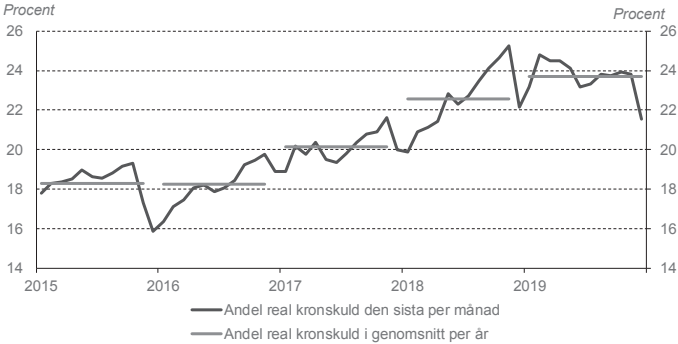
⁴⁹ Se till exempel RGK (2019): Finans- och riskpolicy 2019.

⁵⁰ RGK (2019): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2018, s. 5.

⁵¹ Se Riksgäldens underlag för utvärdering av statsskulden för åren 2015, 2016, 2017 och 2018.

⁵² ESV (2018): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017, s. 57.

Diagram 6 Andel realskuld den sista per månad samt i genomsnitt per år åren 2015–2019



Källa: ESV:s bearbetning av Riksgäldens statistik.

Anm.: Det årliga genomsnittet baseras på sista utfallet per månad.

Enligt Riksgäldens låneplaner för 2020 kommer andelen nå riktvärdet på 20 procent i slutet av 2020 då ett lån på 32 miljarder kronor i realobligationer förfaller.⁵³ De räknar med att emissionsvolymen ligger kvar på 0,5 miljarder kronor per auktion till och med 2021. Men enligt Riksgälden finns möjligheten att höja emissionsvolymen om lånebehovet skulle öka framöver. Riksgälden pekar också på att läget på marknaden har blivit mer ansträngt och uttryckte i slutet av 2019 en oro inför kommande bytesemission.⁵⁴ Enligt Riksgälden behöver den stora stocken i den enskilda statsobligationen (SGB IL 3104) bytas ut mot nya obligationer om marknaden ska kunna fungera väl de närmaste åren. I den sista låneplanen för 2019 understryker Riksgälden vikten av att investerare och återförsäljare tar sitt ansvar för att delta i bytesauktionerna och på så sätt bidra till marknads funktionssätt.⁵⁵ Återförsäljare uttrycker att det är anmärkningsvärt och inte särskilt positivt att Riksgälden behöver formulera sig på det sättet.⁵⁶

För Riksgälden är det både kostsamt och komplicerat att styra stocken av reala obligationer. Intresset för realobligationer är samtidigt svalt på marknaden. Det hänger samman med att inflationen har varit låg under flera år och att det därför inte är lika attraktivt att investera i realobligationer som när de introducerades 1994. Under 2019 blev till exempel två auktioner undertecknade och vid en auktion valde Riksgälden att inte sälja hela den planerade volymen. Det gör det svårt för Riksgälden att göra stora förändringar i upplåningen utan att kostnaden blir för hög.⁵⁷

⁵³ RGK (2019): Statsupplåning, prognos och analys 2019:3, s. 30 samt RGK (2020): Statsupplåning, prognos och analys 2020:1, s. 31.

⁵⁴ Bytesemissionerna genomfördes i februari 2020 och gick bra (se statistik om auktionsresultat på Riksgälden.se).

⁵⁵ RGK (2019): Statsupplåning, Prognos och analys 2019:3.

⁵⁶ Intervju med återförsäljare åt Riksgälden.

⁵⁷ RGK (2020): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2019, s. 35.

Livbolag och vissa fondbolag är exempel på aktörer som investerar i realobligationer och som troligen kommer att göra det även framöver. Men det är generellt sett inget prioriterat område för bankerna. Enligt återförsäljare är det tillfälliga behov som styr efterfrågan och det är till stor del en förlustaffär i dagsläget. De ser dock till att upprätthålla marknaden. Nuvarande volymer på cirka 8 till 8,5 miljarder per år är enligt återförsäljare ett minimikrav för att marknaden ska fungera.⁵⁸ Sjunker volymen märkbart blir deras åtagande svårare och förmodligen dyrare än i dag. Det beror på att återförsäljare (marknadsgaranter) förväntas kunna sälja realobligationer när investerare efterfrågar dem. Om återförsäljarna vid en senare tidpunkt inte kan få tag i en sådan obligation (köpa) så minskar deras intresse att vara marknadsgarant. Följdrisken är att marknaden upphör att existera. Återförsäljare har dock ingen bestämd uppfattning om vad konsekvenserna av en eventuell avveckling av realräntemarknaden skulle kunna ha för resten av upplåningsverksamheten.

Det framgår också av samtal med representanter för Riksgälden att realobligationer är den del av skulden vars framtid är mest osäker, vilket till viss del framgår av Riksgäldens prognos och låneplan (2019:3). Samtidigt anser Riksgälden att diversifieringsargumentet i termer av en bred bas av investerare talar för att det är viktigt att hålla kvar en tillräckligt stor del av skulden i realobligationer. Ytterligare ett argument som Riksgälden framför är att det behövs en tillräcklig stor emissionsvolym om den interna kompetensen inom området ska kunna upprätthållas.

Under 2017 då ett lån på 19 miljarder i realobligationer skulle förfalla, behövde Riksgälden öka emissionerna om målnivån på 20 procent skulle kunna uppnås. ESV påpekade redan i sin utvärdering ett år tidigare att Riksgälden borde meddela regeringen att det inte ansågs vara kostnadseffektivt att öka på den reala skulden. ESV pekade också på att intresset från marknadsaktörerna var begränsat på grund av den låga inflationen.⁵⁹

Intresset för nominella statsobligationer är tvärtom större. Samtidigt är tillgången begränsad på marknaden till följd av att lånebehovet är relativt lågt och att Riksbanken äger en stor andel av stocken. Ett sätt att lösa problemet är att minska andelen realobligationer genom att inte emittera nya när utestående obligationer förfaller. Det är ett förfaringssätt som även diskuterades i Statsskultsutredningen som ett alternativ till överupplåning.⁶⁰ Vid minskande statsskuld borde prioriteringen läggas på skuldslag med störst möjlighet att snabbt öka upplåningen, det vill säga nominella statsobligationer och valutaupplåning.⁶¹

⁵⁸ Intervju med återförsäljare åt Riksgälden.

⁵⁹ ESV (2016): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015, s. 19.

⁶⁰ SOU (2014:8): Översyn av statsskuldpolitiken, betänkandet av Statsskultsutredningen, s. 95.

⁶¹ I SOU (2014:8) hänvisas till Riksgäldens förslag på riktlinjer 2012–2014 samt 2013–2014.

5.1.1 ESV:s kommentar

Riksgälden har inte samma möjligheter att styra stocken av realobligationer som med andra instrument. Att andelen realskuld ökat sedan 2016 och i genomsnitt ligger några procentenheter över målnivån är bland annat en följd av att lånebehovet varit lågt.

Ett minskande lånebehov kombinerat med låg inflation och låg efterfrågan på realobligationer gör det svårt att motivera realobligationernas fortsatta status. Samtidigt har marknaden, givet nuvarande andel realskuld, i princip redan nått gränsen för den minsta volym som behövs i genomsnitt per år i omlopp för att den ska kunna fungera. Det är alltså här som grundproblemet finns. Genom att behålla realobligationerna tvingas återförsäljarna att upprätthålla handeln som de har åtagit sig att hantera. Detta är problematiskt eftersom årsvolymen är låg och investerarnas efterfrågan är begränsad. Givet ett lågt lånebehov behöver realskuldsandelen även fortsättningsvis vara högre än riktvärdet för att marknaden ska kunna fungera.

Ett av argumenten som har lyfts fram för realskulden är att den bidrar till diversifieringen av investerarbasen. De utestående realobligationerna gör också att Riksgälden har ett befintligt åtagande gentemot investerarna. Genom att upprätthålla realskulden kan förtroendet för staten som emittent bevaras enligt Riksgälden. Ytterligare ett argument som framförs är behovet av att upprätthålla kompetensen på området. Den allmänna uppfattningen är att det är svårt att återuppbygga en verksamhet som en gång har lagts ner.

Vår uppfattning är att argumenten inte är tillräckligt starka för att upprätthålla status quo vad gäller realobligationer. Åtminstone inte mot bakgrund av de omständigheter som beskrivs ovan. Riksgälden bör ha en långsiktig plan för realskulden i en situation med ett fortsatt lågt lånebehov. Den centrala frågan skulle i ett sådant läge inte handla om huruvida andelen realskuld behöver förändras. Frågan skulle snarare handla om den över huvud taget ska ingå i sammansättningen. I samband med diskussionen om realskulden (avsnitt 4.3.1) rekommenderar ESV Riksgälden att analysera vidare hur realobligationerna bidrar till att minska risken i statsskulden i jämförelse med nominella obligationer. I analysen bör Riksgälden också kvantifiera vinsten av diversifieringen i termer av bred investerarbas samt uppskatta vad en eventuell återuppbyggnad skulle kosta om verksamheten lades ner. Den kostnaden kan sedan sättas i relation till vad det i dag kostar att upprätthålla verksamheten i alla dess delar. Det bör också ingå att analysera vilka alternativ till realobligationer som finns för dem som i dag investerar i realobligationer och vad sådana alternativ skulle kunna innebära för Riksgäldens övriga förvaltning av statsskulden.

5.2 Valutaskulden minskar till stor del enligt plan

Styrningen av valutaexponeringen ändrades i samband med regeringens beslut om riktlinjer för 2015. Innan dess styrdes exponeringen mot en andel på 15 procent av den totala skulden. Exponeringen skulle i stället minska med maximalt 30 miljarder kronor per år, men Riksgälden skulle planera för en årlig minskning på 20 miljarder kronor. Riktlinjerna har varit desamma under perioden 2015–2019 men ändrades i riktlinjebeslutet för 2020. Beslutet innebär att amorteringen av valutaskulden tillsvidare upphör, vilket i praktiken har gällt sedan december 2019 (se avsnitt 4.4).

Under 2018 minskade Riksgälden valutaskulden genom att växla in kanadensiska dollar (CAD), schweizerfranc (CHF), euro (EUR) och amerikanska dollar (USD) motsvarande 20 miljarder kronor beräknat med valutakurserna per den 30 november året före inväxlingsåret. Under 2019 var planen att växla in motsvarande belopp i samma valutor dock utan CHF men med brittiska pund (GBP) i stället. Med anledning av riktlinjebeslutet om en oförändrad valutaskuld 2020 stoppades inväxlingen redan i december 2019. Den faktiska minskningen blev lägre både 2018 och 2019, 16,4 respektive 18,5 miljarder kronor.⁶² Det beror på att Riksgälden gör valutaköpen gradvis och i jämn takt, samtidigt som de inte kan styra när externa valutainflöden sker. Dessutom bidrog också de valutaterminer som Riksgälden ställer ut i rollen som statens internbank till en ökad valutaexponering. Under 2017 blev den faktiska minskningen 14,9 miljarder kronor, vilket också var lägre än målnivån. Under 2016 resulterade inväxlingen i stället i en minskning på 23 miljarder kronor.

5.3 Riksgäldens strategiska och operativa beslut om valutaskulden

De operativa beslut som följde av beslutet att amortera på valutaskulden 2015 framgår av finans- riskpolicyn som Riksgälden årligen publicerar. Första åren valde Riksgälden att kraftigt minska valutaskulden i japanska yen (JPY) (tabell 2). Riksgälden menade att det var riskminimering som skulle ligga till grund för beslutet, men att man även skulle beakta om någon av valutorna var väsentligt felvärderad. Beslutet om JPY motiverades då framför allt med att kronans växelkurs vid den tidpunkten var starkare än det historiska genomsnittet.⁶³ Yenen var därmed den valuta som bidrog med mest risk, men den ansågs dock vara billig vid den tidpunkten.

⁶² Minskningen avser den egentliga skuldförvaltningen. Riksgälden gör andra transaktioner som till exempel EU-betalningar och valutasäkringar åt andra myndigheter som också påverkar valutaexponeringen. Sådana transaktioner påverkar exponeringen på kort sikt. Mått på det sättet var den faktiska minskningen 31,1 miljarder kronor under 2019.

⁶³ ESV (2018): Utvärdering av statens uppläning och skuldförvaltning 2013–2017, s. 42–43.

Tabell 2 Plan för amortering av valutor 2015–2019⁶⁴
Miljoner enheter utländsk valuta

Valuta	2015	2016	2017	2018	2019*
CAD			720	260	427
EUR			520	380	658
GBP			400		399
USD		1 460	600	140	464
CHF				1 560	
JPY	317 700	101 800			

Källa: Riksgälden

Anm.: Amorteringsplanen avbröts i december 2019 och resulterade i en lägre amortering än den planerade.

Inför beslutet 2016 var motivet för val av valutor fortfarande riskminimering. Det är först inför beslutet 2017 som grunden för beslutet blev en kombination av risk- och kostnadsminimering. Att växla EUR och CAD utgick ifrån kostnadsminimeringsmotivet, medan växlingen av GBP och USD utgick ifrån riskminimeringsmotivet. Sett i backspegeln skiljde sig förväntningarna om växelkursen mot dessa valutor mellan 2016 och 2017 markant från vad som sedan blev utfallet. Förväntningarna på marknaden indikerade en tydlig förstärkning av samtliga valutor, medan utfallet visade på försvagning eller en försämrade förstärkning mellan 2016 och 2017.⁶⁵

Riksgälden beaktade valutornas volatilitet i sitt beslut om vilka av dessa som skulle växlas in 2018. Det är vanligt att växelkurser avviker från vad som anses vara långsiktiga jämviktsnivåer. Därför tar Riksgälden också hänsyn till om någon valuta kan anses vara felvärderad. Växelkursprognoser från ett stort antal marknadsaktörer utgjorde underlag för Riksgäldens analys. Analysen gick ut på att beräkna förväntad kostnad och risk för olika valutasammansättningar med hjälp av modern portföljteori.⁶⁶

I analysen inför beslutet av valutariktmärket för 2019 tog Riksgälden större hänsyn till dynamiken i avvecklingsprocessen, det vill säga att sammansättningen förändras i takt med att valutaexponeringen minskar. Analysen bygger på prognoser över hela återstående avvecklingsperioden (2019–2024) till skillnad från tidigare planer som sträckte sig ett år framåt i tiden. Riksgälden bedömde i sin analys att ansatsen över en längre tidshorisont var mer träffsäker än över en kortare sådan.⁶⁷

Avvecklingsmodellen bygger på att hela minskningen under en enskild månad sker vid den sista dagen i månaden, i stället för att utgå från ett dagligt agerande. Därtill hålls minskningstakten i den enskilda valutan konstant under samma år. Vidare antar man att avvecklingen sker med en sjättedel per år. För att hitta den bästa planen för minskningen av valutaexponeringen behövs kunskap om valutornas framtida

⁶⁴ RGG: Finans- och riskpolicy 2015–2019 samt Riksgäldens underlag för utvärdering 2018 respektive 2019.

⁶⁵ Se tabell 5 i ESV (2018): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017. Japanska yenen förstärktes dock med 3,6 procent men vid den tidpunkten var den valutan redan amorterad.

⁶⁶ Riksgäldens beslutsunderlag för att fastställa Riksgäldens Finans- och riskpolicy 2018, Dnr: 2017/1021.

⁶⁷ Riksgäldens beslutsunderlag för att fastställa Riksgäldens Finans- och riskpolicy 2019, Dnr 2018/1135.

avkastning, vilket approximeras med hjälp av hundra tusen olika scenarier baserade på historiska prognosfel. Under förutsättning att antalet scenarier är tillräckligt många kan risken i avvecklingsplanen uppskattas. Den mäts med ett vedertaget riskmått inom portföljteori och bankreglering.⁶⁸ Metoden går således ut på att skapa representativa scenarier för utvecklingen av valutakurser och korträntor över de kommande sex åren. Det går vidare ut på att optimera avvecklingsplanen så att risken minimeras samtidigt som den förväntade ackumulerade kostnaden inte överstiger en viss nivå.

Resultatet av de hundratusen scenarierna utgör en så kallad effektiv front som består av de avvecklingsplaner som har det minsta riskvärdet (ES) givet ett specifikt kostnadstak. Detta gav bara en enda avvecklingsplan, vilket innebär att planen som gav den lägsta förväntade ackumulerade avkastningen också hade den lägsta risknivån. Det betyder att det inte finns någon påtaglig koppling mellan risk och förväntad ackumulerad kostnad för valutorna som utgör valutariktmärket. Alternativa avvecklingsplaner visade sig inte heller vara bättre än den optimala planen, men de visade en viss spridning som indikerar att valet av avvecklingsplan kan spela roll.

På basis av ovanstående analys beslutade Riksgälden att CAD, GBP och USD skulle avvecklas helt under 2019. Skulden i EUR skulle avvecklas under 2019–2022 och CHF under 2023. Med anledningen av att Riksgälden senare beslutade att tillsvidare stoppa amorteringen har planen inte genomförts fullt ut (se tabell 3).

Tabell 3 Antal enheter per valuta samt riktmärket enligt plan sista december 2019

Miljoner enheter utländsk valuta

Valuta	Enheter kvar att amortera enligt plan	Riktmärke* enligt plan
CAD	33	0
EUR	51	Residual
GBP	31	0
USD	36	0
CHF		3 280

Anm.: * Avser plan enligt Finans- och riskpolicy 2019.

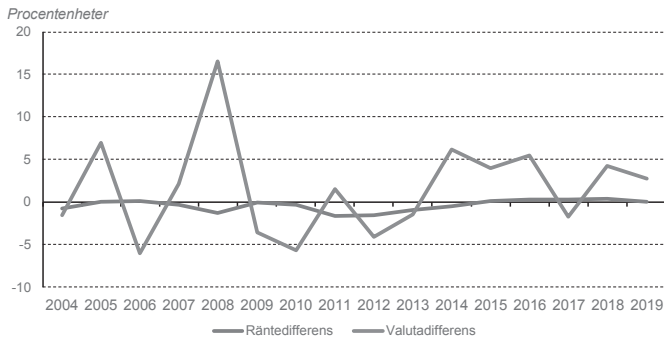
5.4 Valutaväxlingen blev inte den mest optimala

Det är svårt att i förväg veta hur valutaväxlingens utfall kommer att bli eftersom det är svårt att prognostisera valutakursrörelser. Även skillnader mellan utländska och svenska korta räntor måste uppskattas. ESV kunde till exempel redan i utvärderingen av statsskuldsvärdningen 2014 visa att valutakursrörelser var den viktigaste faktorn för hur lönsamt det var att låna i utländsk valuta. För perioden 2003–2013 gav valutakursrörelser i genomsnitt ett negativt bidrag på en halv procentenhet till

⁶⁸ Expected shortfall (ES).

kostnaden för statsskulden. Detta negativa bidrag ökade till i genomsnitt 1,32 procentenheter när ESV lade till åren 2014–2017 i samband med utvärderingen 2018. När ESV nu i föreliggande utvärdering även lägger 2018–2019 till beräkningen så ökar det negativa bidraget till 1,6 procentenheter (diagram 7). Räntedifferensen innebär i stället en kostnadsfördel för upplåning i utländsk valuta, men fördelen har i genomsnitt minskat med tiden.⁶⁹ Sammantaget har alltså valutaupplåningen snarare ökat kostnaden för statsskuldsvärdningen än minskat den.

Diagram 7 Räntedifferens respektive valutadifferens 2004–2019

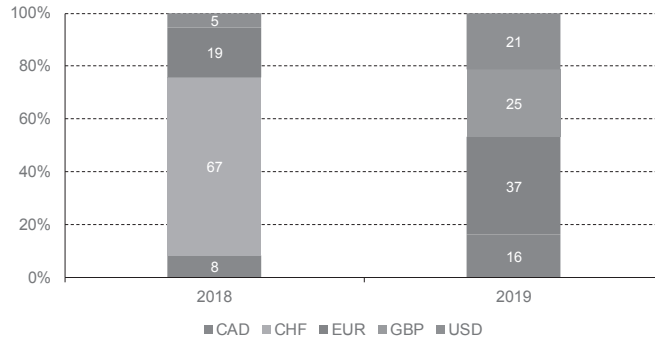


Källa: ESV:s bearbetning av Riksbankens data.

Under 2018 dominerades valutaväxlingen av CHF som stod för cirka 67 procent av den totala inväxlingen omräknat till kronor följt av EUR, CAD och USD (diagram 8). Fördelningen mellan valutorna som växlades in blev jämnare 2019. Den största andelen stod EUR för, 37 procent, följt av GBP, USD och CAD.

⁶⁹ Mellan 2004 och 2013 blev det positiva bidraget 2/3 procentenheter. Tillägg av åren 2014–2017 sänkte det positiva bidraget till 0,45 procentenheter och tillägg av åren 2018–2019 sänkte bidraget till 0,38 procent.

Diagram 8 Andel som växlades in per valuta beräknat i kronor 2018 och 2019

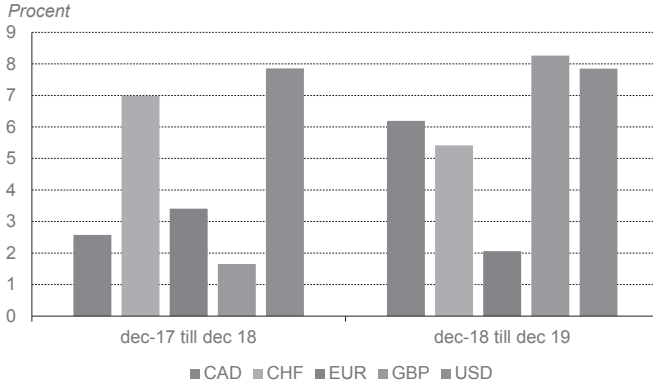


Källa: ESV:s bearbetning av Riksgäldens och Riksbankens data.

Anm.: Det totala växlingsbeloppet i utländska enheter fördelades först på tolv och multiplicerades sedan med den genomsnittliga växelkursen vid den aktuella månaden.

Kronan försvagades mot samtliga valutor som växlades in under både 2018 och 2019. Den schweiziska francen och den amerikanska dollarn var de valutor som stärktes mest mot kronan mellan december 2017 och december 2018 (diagram 9). I efterhand kan man konstatera att den relativt stora växlingen 2018 i schweiziska franc inte var fördelaktig. Under 2019 försvagades kronan som mest mot det brittiska pundet och den amerikanska dollarn. En fjärdedel av inväxlingen gjordes i brittiskt pund och en femtedel i amerikanska dollar, vilket i efterhand också kan ses som mindre fördelaktigt än växling i andra valutor. Inväxlingen i euron uppgick till cirka 37 procent av det totala beloppet i kronor 2019. Mot bakgrund av att de övriga valutorna stärktes mot kronan betydligt mer än euron hade en ännu större andel växling i euro varit att föredra.

Diagram 9 Procentuell förändring av kronans växelkurs mot riktmarksvalutor 2018–2019



Källa: ESV:s bearbetning av Riksbankens data.

Som nämnts tidigare är valutakurserna volatila och svåra att förutspå. Det är därför näst intill omöjligt att på förhand veta vilken inväxling som blir mest lönsam. ESV har i utvärderingen av statsskuldförvaltningen 2018 jämfört Riksgäldens inväxling under 2015–2017 med en alternativ metod som gick ut på att växla in valutorna utifrån deras andel av valutaskulden. Resultatet visade att skillnaden i utfallen vad gäller kostnaden för valutaskulden blev försumbar.⁷⁰ En liknande kalkyl för åren 2018–2019 visar att kostnaden för inväxlingen utifrån valutornas andel av valutaskulden blev lägre jämfört med Riksgäldens inväxlingsval, men skillnaden var liten.

5.4.1 ESV:s kommentar om valutaskulden

Den faktiska minskningen av valutaskulden har varit lägre än målnivån 20 miljarder kronor både 2018 och 2019. Valutakursrörelser gör det svårt att uppnå en större precision. Det är inte möjligt att med säkerhet avgöra i förväg vilken valuta som blir mest lönsam att växla in. Riksgälden baserar sin bedömning på vedertagna teoretiska grunder som de redogör för i underlagen till finans- och riskpolicyn. I efterhand visar resultatet av inväxlingen att den valda strategin inte nödvändigtvis varit den mest optimala. ESV:s relativt enkla metod för inväxling har visat att det skulle ha kostat ungefär lika mycket som Riksgäldens faktiska inväxling gjort. Det tyder på att avancerade metoder inte nödvändigtvis genererar ett bättre resultat.

ESV ansåg också i utvärderingen 2018 att avvecklingen av valutaskulden i ett mer normalt penningpolitiskt läge hade varit att föredra. Kronan hade försvagats och

⁷⁰ ESV (2018): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017, s 45.

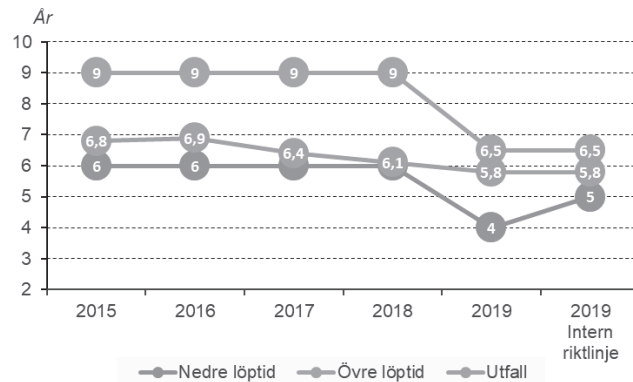
avvecklingen hade påbörjats samtidigt som Riksbanken vidtog åtgärder för att påverka kronan i syfte att få upp inflationen. Situationen har inte förbättrats på något påtagligt sätt sedan 2018. Snarare har kronan försvagats ytterligare och Riksbanken har fortsatt med åtgärder i syfte att få upp inflationen. Vår analys visar åter att variationerna i växelkurserna är svåra att förutspå. I efterhand kan vi se att inväxlingen inte har skett i de mest optimala valutorna vid varje tidpunkt.

5.5 Löptiden ökar för realskulden och minskar för nominella kronskulden

I samband med regeringens beslut om riktlinjer för 2015 infördes nya principer för att beräkna statsskuldens löptid. Det innebar att löptidsmättet ”genomsnittlig räntebindingstid” ersattes med måttet ”duration”.⁷¹

Den reala skuldens löptid ska enligt riktlinjerna för 2015–2018 ligga mellan 6–9 år, vilket har varit fallet under samtliga år (diagram 10). I riktlinjerna för 2019 anges inte längre ett fast intervall för den reala skuldens löptid. I stället finns ett gemensamt intervall för den nominella och reala skulden som är 4–6,5 år (se avsnitt 4.1). Riksgäldens styrelse ska dock besluta om löptidsintervallet för den nominella och reala kronskulden i de interna riktlinjerna. För 2019 beslutade Riksgälden om ett löptidsintervall på mellan 5 och 6,5 år för den reala skulden.

Diagram 10 Riktlinjer för löptidsintervallen för den reala kronskulden samt utfall 2015–2019



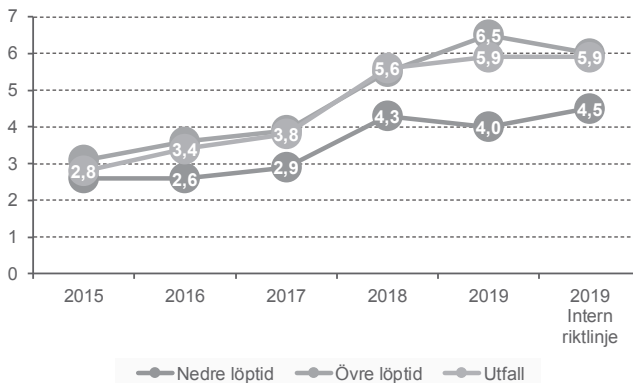
Källa: Riksgälden

⁷¹ Regeringen (2014): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2015. Beslut vid regeringssammanträde den 13 november 2014.

Löptiden har legat närmare den nedre gränsen av intervallet och minskat över tid. Det är en följd av att nyemissionerna har varit begränsade samtidigt som löptiden på de nya lånen till stor del varit kortare än på de äldre lånen. Sammantaget har Riksgälden introducerat fyra nya realobligationer under 2015–2017. Löptiden för dessa var vid nyemissionstidpunkten 4,3; 17,1; 10,3 respektive 10,8 år.⁷² Under 2018–2019 har Riksgälden inte introducerat någon ny realobligation. Det innebär att aktiviteten består av löpande emissioner i befintliga bestånd samt av obligationsbyten. Under 2019 har löptiden för den reala skulden fortsatt minska och ligger mer centrerat mellan den nedre och övre gränsen av löptidsintervallet än tidigare år. Det är en följd av att intervallgränserna har sänkts.

Löptiden för den nominella kronskulden har förlängts successivt i riktlinjerna under perioden 2015–2019. I de flesta fall har detta skett genom att både den nedre och övre gränsen av intervallet har blivit längre.⁷³ Även intervallets bredd har ökat under perioden. I Riktlinjerna för 2019 anges ett intervall för löptiden, men i likhet med den reala skulden ska Riksgälden även fastställa ett löptidsintervall för den nominella kronskulden i de interna riktlinjerna. Intervallet enligt dessa är 4,5–6 år, vilket skiljer sig något från regeringens riktlinje (diagram 11).⁷⁴

Diagram 11 Riktlinjer för löptidsintervallen för den nominella kronskulden samt utfall 2015–2019



Källa: Riksgälden

⁷² Se till exempel Riksgäldens rapport: Sveriges statsskuld, 28 december 2018.

⁷³ Undantag gäller för nedre gränsen åren 2016 och 2019. Den stod still 2016 och minskade med 0,3 år 2019.

⁷⁴ RGK (2019): Finans- och riskpolicy 2019, dnr 2018/1135, s. 4.

Löptiden för den nominella kronskulden har ökat över tid och blev i genomsnitt 5,9 år under 2019. Det är inom riktlinjens löptidsgränser. I förhållande till Riksgäldens internt fastställda löptidsintervall ligger genomsnittslöptiden strax under övre gränsen för intervallet. Löptiden under 2018 blev i genomsnitt 5,6 år, vilket var något över riktlinjens övre gräns. Detta beror på att den kortfristiga upplåningen blev betydligt mindre till följd av det stora kassaöverskottet.⁷⁵ Både under 2016 och 2017 landade den nominella kronskulden i snitt inom löptidens gränser, men nära den övre delen av respektive års intervall.

I riktlinjerna för 2016 ändrades riktlinjerna för valutaskuldens löptid från den fasta nivån på 0,125 år till intervallet 0–1 år. Riktlinjen har gällt till och med 2019. Löptiden för valutaskulden har i snitt hamnat inom intervallet samtliga år. Under 2019, 2018 och 2017 blev löptiden i snitt 0,2 år, motsvarande 2,4 månader. År 2016 landade den på 0,1 år i snitt, det vill säga 1,2 månader.

5.5.1 ESV:s kommentar

ESV har tidigare redan nämnt att intresset för realobligationer är begränsat på marknaden (avsnitt 5.1.1). Intresset verkar främst avse kortare löptider än tidigare, vilket Riksgälden hörsammar genom att emittera på kortare löptider. I genomsnitt har Riksgälden hamnat på nedre gränsen för löptidsintervallet varje år. Det är därför rimligt att den längsta löptiden för realobligationerna har kortats ner i riktlinjerna 2019.

Även förlängningen av den övre gränsen i löptidsintervallet för den nominella kronskulden verkar rimlig. Utfallet för den nominella skuldens löptid har varit i den övre delen av intervallet eller strax över det under alla år. Det beror på att Riksgälden har haft fördel av att löptidspremien varit låg under perioden.

⁷⁵ RGK (2019): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2018, s. 33.

6 Riksgäldens tillämpning av marknadsvård

Riksgälden ska genom skuld- och marknadsvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl.⁷⁶ Syftet är att minimera kostnaderna för statsskulden. Enligt riktlinjerna ska Riksgälden också besluta om principer som är vägledande i detta arbete. Principerna fastställs årligen i Riksgäldens finans- och riskpolicy.⁷⁷

6.1 Marknaden ger Riksgälden ett bra betyg

Marknadsaktörer anser generellt sett att Riksgälden har lyckats bra med de marknadsvårdande insatserna. Det framgår bland annat av samtal med Riksgäldens återförsäljare.⁷⁸ Den obegränsade repofaciliteten som Riksgälden tillhandahåller är nödvändig för att återförsäljarna ska kunna fullfölja sina åtaganden. De anser också att Riksgälden kommunicerar på ett bra sätt och är lyhörda för de behov som finns på marknaden. Riksgälden visar också i större utsträckning än tidigare ett intresse för vad återförsäljarna anser fungerar eller inte fungerar så bra, till exempel inför emissioner.

Bilden bekräftas också i enkätsvaren från den årliga undersökningen som Riksgälden genomför i syfte att följa upp hur marknadsaktörerna uppfattar Riksgäldens arbete och strategier.⁷⁹ Betydelsen av marknadsvård genom repor i statspapper är den faktor som rankas högst bland återförsäljare i undersökningarna 2017–2019. Betydelsen har också ökat över tid. Även betydelsen av kommunikation av lånebehov och finansiering samt ett tydligt och konsekvent agerande rankas högt bland återförsäljare och andra investerare.

Bra marknadsvård genom repor är den faktor som återförsäljarna i undersökningarna 2017 och 2018 ger högst betyg på när det gäller hur de bedömer Riksgäldens styrkor. Betyget har dock sjunkit från 4,8 till 4,0 i 2019 års undersökning.⁸⁰ I stället är det information om volymer och andra villkor i nominella statsobligationer som får högst betyg (4,2). När det gäller marknadsvård i form av löpande byten i realobligationer har betyget sjunkit från 4,0 till 3,6 i 2019 års undersökning.

Undersökningen visar också att Riksgälden generellt sett har stått sig väl i jämförelse med andra länders skuldkontor, men att resultaten har blivit tydligt sämre sedan 2017 (tabell 4). Det kan bero på att verksamheten i andra skuldkontor har utvecklats till det bättre, men det framgår inte av undersökningarna. I fråga om transparens är det endast utländska investerare som gett ett högre betyg till Riksgälden 2018 jämfört

⁷⁶ Se riktlinjerna 27 och 28 i Regeringen (2018): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019.

⁷⁷ RGK (2018): Finans- och riskpolicy 2019, Dnr 2018/1135, avsnitt 2.1.

⁷⁸ Intervju med ett urval av återförsäljare åt Riksgälden.

⁷⁹ Kantar SIFO Prospera, undersökningar om förtroendet för Riksgälden, se undersökningarna 2017, 2018 och 2019.

⁸⁰ Högst betyg är 5.0 och betyg 4 bedöms av Kantar SIFO Prospera som utmärkt.

med året innan. Men 2019 sänkte de utländska investerarna betyget till en lägre nivå än 2017. Även för ledningens tillgänglighet har betyget generellt sett sänkts. Det enda område som återförsäljare bedömde som bättre under 2018 är webbplatsen, men betyget sänktes 2019. Antal svar om webbplatsen bland svenska och utländska investerare var mycket få eftersom kravet var att de skulle ha besökt Riksgäldens nya webbplats. Därför bör resultatet tolkas med försiktighet. I övrigt fanns inget område som svenska investerare bedömde som bättre än 2017 i förhållande till andra skuldkontor.

Tabell 4 Riksgälden jämfört med andra skuldkontor
Procent

	Återförsäljare			Svenska investerare			Utländska investerare		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Transparens									
Bättre	77	35	31	49	43	38	27	33	24
Sämre	0	0	0	0	6	0	9	0	6
Förmåga att fatta snabba beslut									
Bättre	31	27	23	25	17	15	36	17	6
Sämre	0	0	0	3	9	0	5	0	0
Ledningens tillgänglighet									
Bättre	46	27	23	33	20	15	27	33	29
Sämre	0	0	0	0	3	0	5	0	0
Webbplatsen¹									
Bättre	38	46	36	39	32	50	30	7	25
Sämre	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Källa: Riksgälden (Kantar SIFO Prospera)

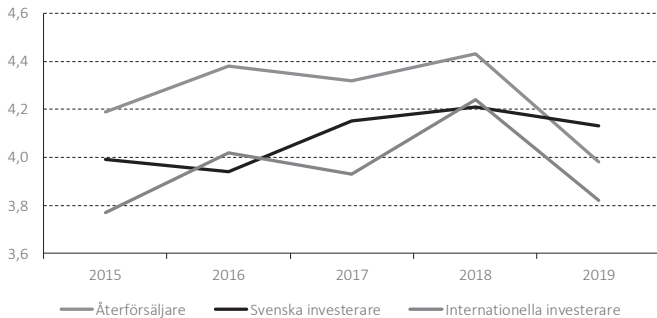
¹ Antalet som svarade angående webbplatsen bland investerare var mycket få under 2019. Villkoret var att de skulle ha besökt Riksgäldens nya webbplats.

Frågor angående likviditet och pristransparens i andrahandsmarknaden har under de senaste åren fått låga betyg bland återförsäljare och andra aktörer på marknaden. I undersökningen 2017 gav återförsäljarna ett underkänt betyg på likviditet mätt som omsättning på nominella statsobligationer (2,2 av 5). I 2018 års undersökning var återförsäljarnas betyg på likviditet på nominella obligationer något bättre, men fortfarande under 3,0. I 2019 års undersökning sänkts åter betyget till 2,3. Internationella och svenska investerares betygsättning liknar återförsäljarnas betyg men generellt sett är betyget något högre.

I undersökningen vägs dock betyget som respondenterna ger till varje faktor med betydelsen de tillmäter respektive faktor. Detta viktade profilvärde ger en sammanfattande bild av hur marknadsaktörerna ser på Riksgälden. Ett värde över 4 tolkas som ett utmärkt sammantaget betyg. Undersökningarna åren 2015–2018 visar att profilvärdet var över 4 eller strax under det bland samtliga marknadsaktörer (diagram 12). Den samlade bilden enligt undersökningen 2019

pekar dock på en försämring. Profilvärdet har alltså sänkts bland alla tillfrågade kategorier men särskilt bland återförsäljare och utländska investerare. Bådas profilvärde ligger numera under 4. Svenska investerare ligger lägre 2019 än 2018 men fortfarande över 4. Återförsäljarna hade dock generellt sett högst profilvärde alla år förutom 2019. Bland samtliga aktörer hade profilvärdet ökat trendmässigt under perioden 2015–2018.

Diagram 12 Sammanvägt betyg (profilvärde) för Riksgälden åren 2015–2019



Källa: Riksgälden (Kantar SIFO Prospera)

6.2 Låg ersättning för kostsam verksamhet enligt marknadsgaranter

Återförsäljarna uttrycker generellt sett ett missnöje med ersättningen som de erhåller för sitt uppdrag åt Riksgälden.⁸¹ Det är enligt dem en kostsam verksamhet med mycket små marginaler. De nämner bland annat kostnaden för att kunna ställa upp priser och tillhandahålla marknadsdata. Dessutom har enligt återförsäljarna bankerna fått göra stora investeringar till följd av nya regelverk inom värdepappersmarknaden.⁸² I princip är återförsäljarnas motpart nästan uteslutande institutionella kunder som genererar låga marginaler. Trots den låga intjäningen kvarstår bankerna i återförsäljarrollen. Mervärdet för banken är enligt återförsäljarna inte ersättningen som denna roll genererar. Mervärdet ligger snarare i att de blir en relevant aktör för investerarna inom statspappersmarknaden. Enligt återförsäljarna förväntar sig investerarna ett brett utbud som inkluderar statspapper, vilket återförsäljarna (marknadsgaranterna) inte kan bortse från.

⁸¹ Intervju med ett urval av återförsäljare.

⁸² EU:s direktiv och förordning om värdepappersmarknaden, Mifid 2 och Mifir, antogs i maj 2014 av Europaparlamentet och rådet och trädde i kraft den 3 januari 2018.

7 Likviditeten på statspappersmarknaden

Statens nettolånebehov har varit negativt flera år i rad och följaktligen har också statsskulden minskat sedan 2015. Mellan 2018 och 2019 har statsskulden minskat med 149 miljarder kronor och nettolånebehovet med 32 miljarder kronor. Det motsvarar en minskning med 12 respektive 40 procent.⁸³ Bruttouplåningen i nominella statsobligationer har minskat med 65 procent mellan 2015 och 2019. Motsvarande minskning för reala obligationer och obligationer i utländsk valuta har varit 55 respektive 79 procent.⁸⁴ De reducerade emissionsvolymerna i statsobligationer de senaste åren är en följd av den utvecklingen. En konsekvens är att tillgången på statspapper blir mindre och likviditeten på framför allt nominella statsobligationer sämre.

7.1 Bristande likviditet på statspappersmarknaden

Samtliga aktörer på marknaden är överens om att det är ett problem att det råder brist på likviditet på statspappersmarknaden. Det är flera faktorer som har bidragit till den gradvisa försämringen som skett under de senaste åren. Förutom det minskade utbudet till följd av lägre upplåningsbehov är också Riksbankens köp av statspapper en starkt bidragande faktor. Uppköpen har gjorts i penningpolitiskt syfte och medfört att tillgången på framför allt nominella statsobligationer minskat sedan 2015. Även förändringar i marknads funktionssätt efter finanskrisen 2008 har påverkat likviditeten. Det har tillkommit nya regleringar och nya kapitalkrav som gör att Riksgäldens marknadsgaranter, ofta banker, får begränsade möjligheter att hålla ett handelslager.⁸⁵ När lagret blir mindre får bankerna sämre förutsättningar att ställa priser och utgöra en buffert i händelse av kris. Det är också dyrare för marknadsgaranter och generellt sett mindre lönsamt för marknadsaktörer att handla i statspapper.⁸⁶ En del av den aktivitet som fanns för ett decennium sedan finns inte kvar i samma utsträckning. Nya kapitaltäckningsregler och likviditetstäckningskrav (LCR) bidrar till att aktörerna investerar och själva håller statsobligationerna. Det gäller såväl svenska som utländska investerare som ser det som en bra tillgång att ha i balansräkningen, eftersom det sänker kapitalkravet. Tidigare köpte bankerna statsobligationer till stor del för att kunna sälja dem vidare.⁸⁷ En av anledningarna till att statspapper är attraktiva på marknaden är kombinationen av låg kreditrisk och god likviditet. Att kunna köpa och sälja stora volymer statspapper med liten påverkan på priset är därför eftertraktat.

⁸³ Nettolånebehovet motsvarar budgetsaldot med omvänt tecken.

⁸⁴ https://www.riksgalden.se/QuAJAXZfc/opendoc.htm?document=Webb_Uplaning_qw&bookmark=DocumentBM15

⁸⁵ RGK (2019): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2018.

⁸⁶ Intervju med sakkunniga på Riksbanken.

⁸⁷ Ibid.

När återförsäljare och investerare tillfrågas om den ansträngda likviditeten är det ofta Riksbankens innehav som lyfts fram som huvudorsak.⁸⁸ Det framgår också av enkät svar från marknadsaktörer i Riksbankens senaste undersökning om ränte- och valutamarknaderna. Aktörerna upplever en försämring i främst marknadslikviditeten för statsobligationer och anser att den viktigaste drivkraften bakom förändringen är Riksbankens köp.⁸⁹ Samtidigt finns det en förståelse hos återförsäljare för de penningpolitiska principerna kring Riksbankens agerande, men sett ur de enskilda återförsäljarnas perspektiv och roll är det inte positivt.⁹⁰ Vid utgången av 2019 ägde Riksbanken drygt hälften av den utestående stocken nominella statsobligationer och 2018 ägde de knappt hälften.⁹¹

De nya reglerna är dock en bidragande orsak till likviditetsbristen som återförsäljarna också pekar på. Bankerna har fått se över sina mandat och minskat sina handelslager, vilket har gjort att deras möjlighet att bära risk också minskat. Enligt återförsäljarna kan en sådan utveckling innebära att det i framtiden blir svårare att hantera svängningar på marknaden. En rejäl störning skulle kunna få negativa konsekvenser för marknadsfunktionssätt. Det framgår också av Riksgäldens undersökningar att återförsäljare och investerare tycker att det kan bli ett problem om en störning eller ett behov av att omsätta större volymer skulle uppstå.⁹²

Återförsäljare ser redan en viss tendens till att investerare som tidigare kunde handla på marknaden för statsobligationer söker sig till alternativa och mer likvida handelsplatser när de ska minska sin risk. Enligt Riksbanken är marknaden för ränteswappar välfungerande och ett bra substitut till statspapper när marknadsaktörer behöver hantera risk.⁹³ Riksgälden ser däremot en risk med att aktörer lämnar marknaden på grund av likviditetsbristen. Vissa har enligt Riksgälden redan gjort det, till exempel hedgefonder. Bostadsobligationer pekas ut som ett alternativ, eftersom de är relativt likvida och stocken dessutom är större än för statsobligationer.⁹⁴ Samtidigt nämner återförsäljare att möjligheten till bättre avkastning också är ett avgörande skäl till att investerare söker sig till andra marknader.

7.2 Obegränsat repofacilitet främjar likviditeten

Inom ramen för Riksgäldens marknads- och skuldvard erbjuds återförsäljarna möjlighet att låna statspapper genom så kallade marknadsvårdande repor. Det minskar risken för att Riksgäldens återförsäljare inte får tag på statsobligationer för vidareförsäljning. Dessutom underlättar det för dem att ställa priser och på så sätt

⁸⁸ Intervju med återförsäljare.

⁸⁹ <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/finansmarknadsenkaten/svenska/2019/finansmarknadsenkaten-hosten-2019.pdf>

⁹⁰ Intervju med återförsäljare.

⁹¹ RGK (2020): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2019 och RGK (2019): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2018.

⁹² RGK (2019): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2018.

⁹³ Intervju med sakkunniga på Riksbanken.

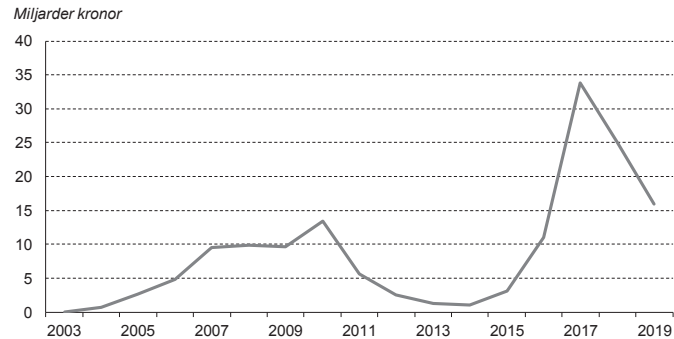
⁹⁴ Intervju med sakkunnig på Riksgälden.

främjas likviditeten på marknaden.⁹⁵ Riksgälden erbjuder således denna så kallade repofacilitet oavsett statens lånebehov. Priset som återförsäljarna får betala utgörs av en premie som sätts i relation till Riksbankens styrränta.⁹⁶

Riksgälden ser repofaciliteten som en nödlösning som behövs eftersom det råder brist på likviditet för statspapper på marknaden.⁹⁷ Återförsäljarna uttrycker att den obegränsade repofaciliteten som Riksgälden erbjuder räddar situationen eftersom det alltid finns ett pris.⁹⁸ Samtidigt hävdar återförsäljare att det kan vara svårt för dem (marknadsgaranterna) att upprätthålla en prisbild när marknaden saknar djup, det vill säga tillräckligt många investerare som kan köpa eller sälja utan att priset förändras nämnvärt.

Utvecklingen av Riksgäldens genomsnittliga dagsomsättning för repor i statsobligationer visar en tydlig uppgång åren 2014–2017 (diagram 13). Uppgången har skett under perioden som Riksbankens innehav av statspapper ökat och likviditeten minskat på marknaden. Däremot har omsättningen i repor i genomsnitt sjunkit markant under åren 2018–2019 jämfört med toppåret 2017.⁹⁹ Trots de senaste årens minskning är nivån fortfarande högre än vad som tidigare varit normalt.

Diagram 13 Genomsnittlig dagsomsättning för repor i statsobligationer på Riksgälden 2003–2019



Källa: Riksgälden/Riksbanken

Den minskade repoaktiviteten kan enligt Riksgälden bero på att investerare repade ut sina innehav sinsemellan i större utsträckning än tidigare.¹⁰⁰ För marknaden är det dessutom dyrare att använda Riksgäldens repofacilitet än att repa ut statspapper

⁹⁵ Se RGK:s underlag för utvärderingar 2017 och 2018.

⁹⁶ Premien ligger 40 räntepunkter under styrräntan.

⁹⁷ Intervju med sakkunnig på Riksgälden.

⁹⁸ Intervju med återförsäljare.

⁹⁹ Omsättningen var i genomsnitt 34 miljarder 2017, 25 miljarder 2018 och 16 miljarder 2019.

¹⁰⁰ RGK (2019): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2018, s 25.

mellan sig. Enligt Riksgälden är det bara positivt om marknadsaktörerna repar ut själva.¹⁰¹

Återförsäljare bekräftar att det har blivit ekonomiskt lönsammare för investerare med större innehav av statsobligationer att låna ut dem under senare år.¹⁰² Det hänger bland annat samman med bättre tillgång till teknik och kompetens bland investerare. Andra faktorer som återförsäljare nämner till minskade volymer repor hos Riksgälden är att bankens position i interbankmarknaden inte varit lika stor som tidigare år och därför har behovet av repor minskat.¹⁰³

Utöver repofaciliteten främjar Riksgälden likviditeten genom sina bytesauktioner. Mindre likvida utgåvor byts då ut mot nya och mer likvida. När Riksgälden introducerar nya obligationer gör de det ofta med hjälp av byten. Syftet är att de nya lånen snabbt ska öka i volym och därmed få god likviditet på marknaden. Även för realobligationer erbjuder Riksgälden byten i syfte att förbättra likviditeten.

7.3 ESV:s kommentar

Bristen på likviditet på statspappersmarknaden är inget nytt problem. Det har lyfts fram vid de senaste utvärderingarna av statsskuldsvärdningen. Problemet tas också upp i Riksgäldens årliga undersökningar bland marknadsaktörer samt i de intervjuer ESV genomfört inom ramen för denna utvärdering. På kort sikt kan Riksgälden knappt avhjälpa situationen mer än genom den obegränsade repofaciliteten som de redan erbjuder. Statens lånebehov är lågt vilket i sig inte bör betraktas som ett problem. Men det är ett faktum som i kombination med Riksbankens stora innehav av statspapper leder till en påtaglig likviditetsbrist på statspappersmarknaden. Riksgäldens manövreringsutrymme är i sammanhanget begränsat.

På lite längre sikt kan situationen möjligen förbättras om fördelningen mellan den reala och nominella skulden ses över. ESV har påpekat tidigare att argumenten för att behålla realskuldandelen inte är tillräckligt starka (avsnitt 5.1.1). En möjlig lösning vid ett hypotetiskt ökat lånebehov kan vara att låta realskuldandelen minska i samma takt som lånebehovet ökar. Det skulle skapa mer utrymme för att emittera nominella statsobligationer och på så sätt bidra till att förbättra likviditeten på statspappersmarknaden.

¹⁰¹ Intervju med sakkunnig på Riksgälden.

¹⁰² Intervju med återförsäljare.

¹⁰³ Interbank kallas de svenska banker som är aktiva på svenska räntemarknaden.

8 Utvärdering av kostnad och risk

Det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risk. I regeringens riktlinjer för statsskuldsförvaltningen bestäms avvägningen mellan kostnad och risk, medan i Riksgäldens interna riktlinjer bestäms riktvärden för den praktiska implementeringen i statsskuldsförvaltningen. Vidare ska statsskuldens förvaltning enligt regeringens riktlinjer utvärderas över femårsperioder.¹⁰⁴ Utvärderingen ska ske i kvalitativa termer på basis av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. När det är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bland annat avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar. När det gäller realupplåning ska den realiserade skillnaden i kostnader mellan real och nominell upplåning redovisas. För upplåning på privatmarknaden ska Riksgälden redovisa kostnadsbesparingen jämfört med en alternativ upplåning. Positioner inom givna mandat ska resultatföras och utvärderas löpande i termer av marknadsvärden.

Den kvantitativa metoden för utvärdering av förvaltningens kostnad och risk har reviderats i Riksgäldens underlag för utvärdering 2018. Ändringen gjordes efter att Riksgälden på uppdrag av regeringen undersökte om måttet kunde förenklas så att det inte skulle vara beroende av antaganden om framtida händelser (se avsnitt 4.2 för en utförligare beskrivning).¹⁰⁵

En avgörande skillnad jämfört med den äldre metoden är att inflations- och valutärörelser numera får direkt genomslag i kostnaden. Det beror därför främst realobligationer och instrumenten i utländsk valuta vars framtida kassaflöden är okända. Tidigare periodiserades dessa över instrumentets hela löptid, vilket innebar att kostnaden reviderades bakåt tills instrumenten löpte till förfall. Detta var en nackdel i samband med utvärderingar.

8.1 Kostnaden har trendmässigt minskat under 2015–2019

I Riksgäldens utvärderingar 2018 och 2019 redovisas resultatens dels som kostnad i miljarder kronor, dels som genomsnittlig emissionsränta samt genomsnittlig effektiv ränta för respektive skuldslag. Den senare utgörs av en kvot mellan kostnaden och den utestående skulden per skuldslag.¹⁰⁶ Riksgälden redovisar dock inte hur de olika underliggande komponenterna i kalkylen bidrar till kostnaderna. Nedan görs därför en utförligare beskrivning av dessa.

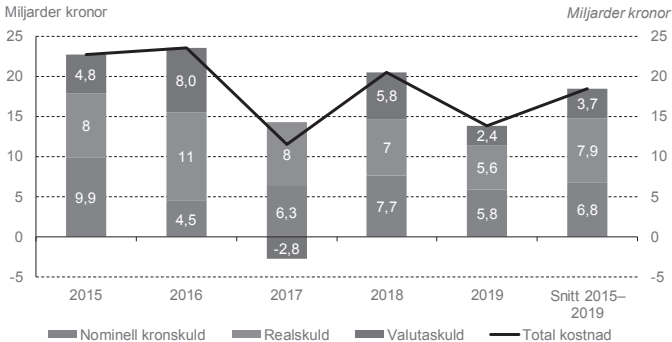
¹⁰⁴ Se riktlinjerna 40–44 i Regeringen (2018): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019.

¹⁰⁵ RKG (2016): Avrapportering av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas, dnr 2016/1345.

¹⁰⁶ Den utestående skulden som används är snittstocken per år för respektive skuldslag.

Den totala kostnaden för statsskulden beräknad enligt den nya metoden har varierat men trendmässigt minskat under perioden 2015–2019. I genomsnitt blev den 18 miljarder kronor (diagram 14). Mellan 2015 och 2019 sjönk kostnaden med cirka 9 miljarder kronor. Kostnadsökningen 2018 beror på att både den nominella skulden och valutaskulden haft en högre kostnad jämfört med 2017. Kostnaderna för samtliga skuldslag sjönk 2019.

Diagram 14 Total kostnad för statsskulden uppdelad per skuldslag 2015–2019



Källa: Riksgälden. Beräkningen är baserad på principen om upplupet anskaffningsvärde.

Kostnaden för respektive skuldslag kan delas upp i de olika komponenter som påverkar kostnadens nivå och utveckling. Komponenterna avser realiserade och orealiserade räntor, avskrivningar, återköpseffekter och valutaeffekter samt effekten av inflationskompensation.¹⁰⁷

Den nominella kronskuldens totala kostnad har varierat under perioden 2015–2019 och i genomsnitt legat något över 7 miljarder kronor (tabell 5). Räntekostnaderna drivs framför allt av realiserade kupongräntor, medan avskrivningarna är den faktor som bidrar mest till att sänka kostnaden. Återköpseffekten, både realiserad och orealiserad, har under hela perioden bidragit till en ökad kostnad för den nominella kronskulden. Men den har minskat från 3,1 till 1,1 miljarder kronor mellan 2015 och 2018.

¹⁰⁷ Dekomponering av realskulden kan för närvarande inte presenteras på grund av att affärssystemet håller på att ses över på Riksgälden och datakvaliteten inte kan tillförsäkras.

Tabell 5 Kostnad för nominell kronskuld efter underliggande faktorer 2015–2019
Miljarder kronor

Nominell kronskuld	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt 2015– 2019
Realiserad ränta						
- Kupong, nollkupong & övrig ränta	13,2	10,4	12,1	12,5	14,1	12,5
- Upplupen (sälj)	-1,4	-0,8	-0,6	-0,3	-0,2	-0,7
- Upplupen (köp)	0,2	0,8	0,3	0,0	0,1	0,3
- Över/underkurs	-12,9	-9,7	-3,3	-0,9	-3,0	-6,0
- Kursvinst kursförlust	-0,0	-0,3	0,1	0,7	0,5	0,2
Orealiserad ränta						
- Upplupen & upplupen nollkupong	-0,1	0,5	0,3	0,8	-2,6	-0,2
- Tillfört över/underkurs	12,9	9,7	3,3	0,9	3,0	6,0
- Avskrivning över/underkurs	-5,1	-6,1	-7,0	-7,3	-6,1	-6,3
Total realiserad/orealiserad ränta	6,8	4,5	5,0	6,5	5,8	5,7
Återköpseffekt						
- Realiserad upplupen ränta (köp)	0,2		0,2	0,1		0,1
- Realiserad kursvinst/kursförlust	4,8		2,7	1,0		1,7
- Orealiserad återstående avskrivning vid återköp	-1,9		-1,6	0,1		-0,7
Total återköpseffekt	3,1		1,3	1,1		1,1
Total kostnad	9,9	4,5	6,3	7,7	5,8	6,8

Källa: Riksgälden. Beräkningen är baserad på principen om upplupet anskaffningsvärde.
Anm.: Tomma poster innebär att det inte förekom någon kostnad alls på dessa poster.

Kostnadsutvecklingen för valutaskulden påverkas främst av rörelser i valutakursen. I genomsnitt uppgick kostnaden för valutaskulden till 3,7 miljarder under perioden 2015–2019 (tabell 6). Kostnaden var som högst 2016 då den uppgick till 8 miljarder kronor. Effekten av den orealiserade valutaomvärderingen var den enskilt viktigaste anledningen till den relativt sett höga kostnaden det året. Det år således en konsekvens av en försvagad kronkurs.¹⁰⁸ Året därpå var kostnaden för valutaskulden tvärtom negativ, vilket en svag förstärkning av kronan bidrog till. Åren 2018 och 2019 var kostnaden 5,8 respektive 2,4 miljarder kronor. De realiserade kursvinsterna bidrog till en sänkning av kostnaden båda åren, men valutaeffekten var relativt stor och bidrog i stället till en ökning av kostnaden, särskilt under 2018.

¹⁰⁸ Se bland annat utvecklingen av Kix index i diagram 5.

Tabell 6 Kostnad för valutaskuld efter underliggande faktorer 2015–2019
Miljarder kronor

Valutaskuld	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt 2015– 2019
Realiserad ränta						
- Kupong & nollkupong	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,1
- Övrig ränta	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,8	-0,4
- Upplupen (köp/sälj)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Över/underkurs & kursvinst/kursförlust	0,1	0,5	-0,1	-0,9	-0,7	-0,2
Orealiserad ränta						
- Upplupen & upplupen nollkupong	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Tillfört & avskrivningar över/underkurs	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total realiserad/orealiserad ränta	0,0	0,3	-0,5	-1,2	-1,2	-0,5
Återköpseffekt						
- Realiserad upplupen ränta (köp)					0,0	0,0
- Realiserad kursvinst/kursförlust					0,2	0,0
- Orealiserad återstående avskrivning vid återköp					0,0	0,0
Total återköpseffekt					0,2	0,0
Valutaeffekt						
- Realiserad	10,5	-2,5	-1,8	0,9	5,5	2,5
- Orealiserad valutaomvärdering	-5,7	10,2	-0,4	6,2	-2,1	1,6
Total valutaeffekt	4,8	7,7	-2,3	7,1	3,4	4,1
Total kostnad	4,8	8,0	-2,8	5,8	2,4	3,7

Källa: Riksgälden. Beräkningen är baserad på principen om upplupet anskaffningsvärde.

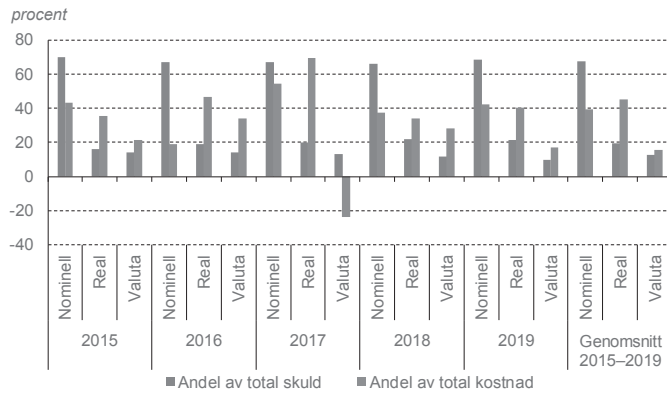
Anm.: Tomma poster innebär att det inte förekom någon kostnad alls.

Skuldens sammansättning och löptid är som nämnts tidigare den avvägning man gör för att nå målet med att minimera kostnaden för statsskulden och samtidigt beakta risken. Det kan därför vara relevant att jämföra kostnadsandelen med skuldandelen för respektive skuldslag (diagram 15). Den nominella kronskuldens andel har minskat från 70 till 66 procent mellan 2015 och 2018. Det beror på att andelen i realskuld har ökat under samma period, bland annat till följd av att statsskulden minskat och att det är svårare för Riksgälden att styra andelen i realskuld. Vid utgången av 2019 hade andelen i nominell kronskuld ökat till 69 procent medan andelen i realskuld hade börjat minska något. När det gäller valutaskulden har andelen minskat under hela perioden till följd av amorteringarna på cirka 20 miljarder kronor per år.

Skuldslagets kostnad som andel av den totala kostnaden för statsskuld förvaltningen följer inte samma mönster. De står inte heller i proportion till skuldens sammansättning över tid. Kostnadsandelen för både realskulden och valutaskulden är betydligt större än deras skuldandel. Exempelvis utgjorde realskulden 22 procent av den totala skulden vid utgången av 2019, medan realskuldens andel av kostnaden uppgick till 41 procent av den totala kostnaden. För valutaskulden var motsvarande andelar 10 respektive 17 procent. Löptidspremien är dock högre för realobligationer

jämfört med nominella obligationer, vilket till viss del kan förklara den höga kostnadsandelen. Skillnaden i löptiden har dock minskat mellan reala och nominella obligationer från 2,6 till 0,9 år under perioden 2015–2019. Löptiden var alltså 51 procent längre för realobligationer än för nominella obligationer 2015, men enbart 17 procent längre 2019.¹⁰⁹

Diagram 15 Skuldslag som andel av statsskulden samt kostnad per skuldslag som andel av totalkostnaden för statsskuldsvärdningen under perioden 2015–2019



Källa: ESV:s bearbetning av Riksgäldens data.

Valutaskuldens löptid är betydligt kortare än löptiden för både reala och nominella obligationer. Den oproportionella kostnadsandelen i förhållande till skuldandelen är en följd av variationer i kronkursen. Det ska dock noteras att kostnadsandelarna för samtliga skuldslag år 2017 är svårtolkade på grund av att kostnaden för valutaskulden var negativ det året (se tabell 6 ovan).

8.1.1 ESV:s kommentar

ESV anser att det är positivt att Riksgälden ändrat kostnadsmått till ett mått som inte revideras bakåt i tiden. Ändringen är i linje med den rekommendation ESV gav i sin utvärdering 2016. Riksgäldens redovisning i 2018 och 2019 års utvärderingar saknar dock information om de underliggande komponenternas betydelse för den totala kostnaden i varje skuldslag. Det kan till exempel vara valutaeffekter som har störst påverkan på valutaskuldens kostnader. Det kan också handla om hur återköp och byten påverkar resultatet ett enskilt år. Även den förklarande texten om kostnaden är kortfattad.

¹⁰⁹ Se R GK: Sveriges statskuld för åren 2016–2019.

På grund av problem med Riksgäldens affärssystem har det inte gått att göra en tillförlitlig detaljerad redovisning av realskulden i denna rapport. När det blir praktiskt möjligt bör även realskulden detaljredovisas på samma sätt som den nominella kronskulden och valutaskulden.

8.2 Positiva och negativa bidrag till kostnadsutvecklingen

I Riksgäldens underlag för utvärdering redovisas resultat för realupplåning samt hur privatmarknadsupplåningen, positionstagningar och handeln med derivatinstrument har påverkat kostnaderna för skuldförvaltningen.

Realupplåning

Riksgälden jämför i underlagen för utvärdering kostnaden mellan upplåning i realobligationer och en kontrafaktiskt nominell obligation med samma löptid. I kalkylen ackumuleras resultaten för perioden 1994–2019, det vill säga sedan realobligationerna emitterades för första gången och fram till i dag. Enligt Riksgäldens jämförelse har realupplåningen genererat ett positivt ackumulerat resultat på 44 miljarder kronor. Riksgälden förklarar att en stor del av resultatet kommer från de första åren då realstocken byggdes upp.¹¹⁰ Genom att inflationen under många år varit lägre än förväntat sedan realobligationerna introducerades har realobligationerna inneburit en god affär för staten.¹¹¹ Upplåning i realobligationer har dock varken lett till någon besparing eller merkostnad under 2019. Under 2018 medförde realupplåningen en merkostnad.

Privatmarknadsupplåning

Upplåningen på privatmarknaden utgår ur riktlinjerna från och med 2019, vilket innebär att upplåningsformen avvecklas allteftersom lånen förfaller (se avsnitt 4.1.3).¹¹² De sista utestående premieobligationerna förfaller i slutet av 2021. Bakgrunden till att låneformen upphör är att den inte kan sänka kostnaderna för statskulden jämfört med motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. Senaste året som låneformen genererade en besparing var 2014. Den samlade förlusten uppgick till 78 miljoner kronor under perioden 2015–2019. I genomsnitt blev förlusten 16 miljoner kronor.

8.2.1 ESV:s kommentar om real- och privatmarknadsupplåning

Redovisningen av ett ackumulerat resultat när det gäller realupplåning är enligt ESV:s uppfattning svår att tolka. Det är också svårt att jämföra med andra resultat som vanligen avser enskilda år i utvärderingsperioden. Jämförelsen Riksgälden gör handlar i praktiken om en fiktiv upplåning i en lång nominell obligation som i själva verket inte ryms inom de givna riktlinjerna för löptiden. Samtidigt har valet av löptid för den nominella skulden varit en funktion av de löptider som valts för både den

¹¹⁰ RGK (2019): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2018.

¹¹¹ RGK (2019): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023, s. 15.

¹¹² Upplåningsformen består av premieobligationer och Riksgäldsspar.

reala skulden och valutaskulden. Om realskulden inte hade funnits så hade löptiden för den nominella skulden behövt vara längre än den blev för att behålla samma löptid för statsskulden i sin helhet.

När det gäller upplåningen på privatmarknaden instämde ESV redan i samband med utvärderingen 2018 med regeringens analys om att Riksgälden beslutat att tillsvidare inte ge ut premieobligationer var riktigt. Sedan dess har den särskilda riktlinjen om privatupplåning tagits bort, vilket ESV bedömer är ett korrekt beslut mot bakgrund av de merkostnader som låneformen har inneburit de senaste fem åren.

Positionstagning

Riksgäldens löpande positioner visar på en total förlust på 104 miljoner kronor för perioden 2015–2019. I genomsnitt blev förlusten 21 miljoner under perioden. I år resulterade dock verksamheten i en vinst på 14 miljoner kronor. Den externa förvaltningen som numera är avvecklad stod för 90 procent av den totala förlusten. Den externa förvaltningen presterade sämre än den interna 2017–2018 men bättre under 2015–2016. Resultatet för den externa förvaltningen har också varit betydligt mer volatilt än för den interna förvaltningen.¹¹³ Riksgäldens styrelse beslutade att avveckla den externa förvaltningen under 2018.¹¹⁴ Skälet var att det saknades rätt resurser och kompetens för att ställa krav på samt följa upp de externa förvaltarna på ett professionellt sätt. Riksgälden bedömde vidare att förmågan att utnyttja förvaltarnas kunskap för att skapa mervärde i organisationen också saknades. Valet stod mellan att förstärka den verksamheten eller avveckla den. Andra områden som också behövde förstärkas fick högre prioritet.

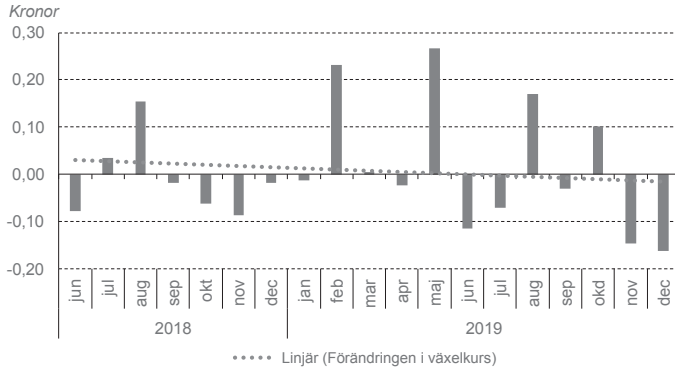
Riksgäldens tog en position för en starkare krona under 2018 och 2019 som uppgår till närmare 6,5 miljarder av det maximala mandatet på 7,5 miljarder kronor. Positionen togs stegvis mot euron i enlighet med Riksgäldens beslut i maj 2018. Positionen är inte avslutad vilket ger ett orealiserat positivt resultat på 93 miljoner kronor för perioden 2018–2019. Positionen har mildrat effekten av den minskande valutaexponeringen som amorteringen på valutaskulden har inneburit, eftersom en svag krona har gjort växlingen olönsam.

Sedan första positionen togs i maj 2018 har kronans värde i förhållande till euron gått både upp och ner. I genomsnitt har kronan blivit marginellt svagare mot euron mellan maj 2018 och december 2019 (diagram 16). Kronan har stärkts tolv gånger och försvagats sex gånger mätt som förändringen från en månad till nästa. Nedgångarna har alltså varit färre men kraftigare än uppgångarna. Trenden går dock mot en svag förstärkning av kronan under perioden.

¹¹³ Volatilitet mätt som standardavvikelse.

¹¹⁴ RKG (2018): Styrelseprotokoll 14 februari 2018.

Diagram 16 Förändringen av kronans växelkurs mot euron maj 2018–december 2019



Källa: ESV:s bearbetning av Riksbankens data.

Anm.: Staplarna visar förändringen i växelkursen sedan föregående månad. Ett negativt (positivt) värde innebär att kronan har förstärkts (försvagats) i förhållande till euron.

8.2.2 ESV:s kommentar om positionstagandet

Riksgälden har beslutat att avveckla den externa förvaltningen för den löpande positionstagningen. Det är ingen omfattande verksamhet men mot bakgrund av de förluster som verksamheten har genererat de senaste åren tycks beslutet vara välavvägt.

Riksgälden har utnyttjat nästan hela sitt positionsmandat för en starkare krona under 2018 och 2019. Enligt vår uppfattning är det ett rimligt agerande som har mildrat effekterna av amorteringskravet på valutaskulden i en tid då kronan varit svag.

Riksgälden har argumenterat för ett utökat mandat för positionstagning i riktlinjeförslaget 2017 och senast i samband med diskussioner inför riktlinjeförslag för 2020. ESV ansåg i utvärderingen 2018 att den föreslagna höjningen framstod som rimlig eftersom Riksgälden inte kunde ta några taktiska positioner i kronans valutakurs inom ramen för den löpande förvaltningen.¹¹⁵

Genom att Riksgälden tillsvidare har stoppat amorteringen av valutaskulden tills frågan utretts är frågan om ett utökat mandat för positioner i kronans valutakurs för tillfället överspelad. En starkare krona framöver skulle dock vara gynnsam. Dels genom positionen Riksgälden tidigare tog för en starkare krona, dels genom att amorteringen på valutaskulden upphör i väntan på kommande analys.

¹¹⁵ ESV (2018): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017, s. 52.

Vilket resultat som positionstagningen ger upphov till beror på när Riksgälden väljer att avveckla den. Det är viktigt att Riksgälden överväger noga tidpunkten för att gå ur positionen. I dagsläget verkar kronan vara undervärderad mot de flesta valutorna.

Ränteswappar

Löptiderna för den nominella kronskulden har förlängts varje år sedan 2015 (se avsnitt 4.1.1). Historiskt sett har det varit billigare att låna på korta löptider eftersom de korta räntorna har varit lägre än de långa. En nackdel med att låna kort är att lånen behöver refinansieras oftare. Det innebär att både ränteuppgångar och nedgångar får snabbare genomslag på räntekostnaderna för skulden. Riksgälden skattade för några år sedan att svenska löptidspremier hade fallit och närmade sig noll.¹¹⁶ Det innebär att kompensationsen som investerare krävde för att investera i längre statsobligationer hade minskat. Det innebär därmed att kostnadsfördelen med kortfristig upplåning hade blivit mindre, vilket motiverade en förlängning av löptiden för upplåning i nominella statsobligationer. Även regeringen motiverade sitt beslut om att förlänga löptiderna med att kostnadsfördelen med kort upplåning hade blivit mindre.¹¹⁷

För att förkorta löptiden (durationen) på statsskulden använder Riksgälden ränteswappar som instrument. På det här sättet kan Riksgälden styra skuldens exponering utan att refinansieringsrisken ökar. Därmed påverkas inte den underliggande finansieringen i statspapper. Vid förlängning av löptiden har Riksgälden i stället minskat användandet av ränteswappar. Ytterst är syftet att minimera kostnaden för statsskulden.

I dagsläget finns det ett minskat behov av nya ränteswappar. Den utestående stocken av ränteswappar har därför minskat från 138 till 105 miljarder kronor mellan 2015 och 2019. Dessutom har löptiden för de nya swapparna blivit kortare de senaste åren, vilket ger en mindre effekt på kronskuldens duration än vad en längre löptid skulle ge. År 2019 gav Riksgälden ut ränteswappar för 5 miljarder kronor. Det är 10 miljarder mindre än 2018. Löptiden var uteslutande på 2–4 år.¹¹⁸ Återförsäljare betraktar Riksgälden som en ganska stor aktör på marknaden för ränteswappar. De ser att investerare använder ränteswappar för att reglera durationen (ränterisken) i större utsträckning nu än tidigare. Det kan därför skapa problem om volymen ränteswappar minskar enligt vissa återförsäljare. Samtidigt förstår de att behovet att swappa för att sänka durationen minskar när räntekurvan ser ut som den gör.¹¹⁹

Ränteswapparna började användas av Riksgälden 2003 och motivet till användningen har varierat över tid. I början genererade användningen av ränteswappar lägre

¹¹⁶ RGK(2015): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2016–2019.

¹¹⁷ Regeringen (2016): Skrivelse 2015/16:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015 samt Prop. 2017/18:1. Utgiftsområde 26.

¹¹⁸ RGK (2020): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2019 samt RGK (2019): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2018.

¹¹⁹ Intervju med återförsäljare.

kostnader för staten än vad kort upplåning med statsskuldsväxlar gjorde. Efter finanskrisen 2008 blev det inte lika lönsamt för staten att låna med rörlig ränta, eftersom priset Riksgälden fick betala marknaden för att låna i ränteswappar blev betydligt högre jämfört med vad det skulle kosta att låna i statsskuldsväxlar med samma löptid.¹²⁰ Det ledde till en revidering av redovisningen av ränteswapparnas resultat.

Fram till 2009 redovisade Riksgälden resultatet av att använda ränteswappar jämfört med alternativet att öka volymen statsskuldsväxlar. Med anledning av att stocken statsskuldsväxlar minskade markant och marknadens funktionssätt ändrades var denna jämförelse inte längre praktiskt möjlig enligt Riksgälden.¹²¹ Att fortsätta redovisa resultat på samma sätt ansågs vara missvisande. Riksgälden började i stället redovisa utfallet av ränteswapparna som skillnaden mellan den rörliga ränta som betalas och den fasta ränta som erhållits i swapparna, det vill säga nettokassaflödet. Det innebär i praktiken att kostnaden för en lång upplåning jämförs med kostnaden för en kort upplåning.

Riksrevisionen var kritisk i sin granskning till det nya sättet att redovisa eftersom de ansåg att det gav en överdrivet positiv bild av resultatet av ränteswapparna. Riksgälden instämde i Riksrevisionens bedömning att detta sätt att redovisa inte visade resultatet av tekniken att använda ränteswappar. Samtidigt hävdade Riksgälden att det inte heller varit syftet med redovisningen. Denna skulle inte enbart utgöra underlag för utvärdering av den operativa förvaltningen, utan också av den övergripande strategin i riktlinjerna. Enligt Riksgälden är den totala effekten av att förkorta löptiden relevant i sammanhanget. Vilken teknik som används spelar dock enligt Riksgälden mindre roll. Syftet med redovisningen av nettokassaflödet har alltså inte varit att utvärdera tekniken att använda swappar. Syftet har varit att visa på kassaeffekten av att ha förkortat löptiden med swappar givet den underliggande upplåningen.¹²²

Om det kalkylmässiga resultatet enligt nuvarande definition skulle fortsätta användas rekommenderade Riksrevisionen Riksgälden att (1) dela upp utfallet i dess olika beståndsdelar, såsom swapresultat, löptidspremie och oväntade marknadsrörelser, (2) tydliggöra sambandet mellan löptid, kostnad och risk.¹²³ Riksgälden svarade att man avsåg att fortsätta redovisa nettokassaflödet, men att de underliggande faktorerna som påverkat kassaflödet skulle redovisas i linje med Riksrevisionens förslag.¹²⁴

¹²⁰ Riksrevisionen (2018): Riksgäldskontorets användning av ränteswappar – motiv, resultat och redovisning”, Rir 2018:18.

¹²¹ Regeringen (Skr. 2018/19:22): Riksrevisionens rapport om Riksgäldskontoret användning av ränteswappar, s. 6

¹²² Regeringens skrivelse (Skr. 2018/19:22): Riksrevisionens rapport om Riksgäldskontoret användning av ränteswappar.

¹²³ Riksrevisionen (2018): Riksgäldskontoret användning av ränteswappar – motiv, resultat och redovisning”, Rir 2018:18.

¹²⁴ Regeringens skrivelse (Skr. 2018/19:22): Riksrevisionens rapport om Riksgäldskontoret användning av ränteswappar.

I Riksgäldens utvärderingsunderlag 2018 har redovisningen av räntewapparnas resultat utvecklats till stor del så som Riksrevisionen rekommenderade när det gäller uppdelningen i faktorer som påverkat kassaflödet. De faktorer som redovisas är: Övåntade ränterörelser, löptidspremier, terminsstruktur och swappresultat, varav det senare kallas *instrumentval* i 2019 års underlag för utvärdering. Övåntade ränterörelser är den faktor som haft störst påverkan på det kalkylmässiga resultatet sedan 2007. Det är i stort sett dessa övåntade ränterörelser som utgör resultatet.¹²⁵ De korta räntorna har blivit lägre än förväntat, vilket enligt Riksgäldens kalkyl har bidragit med omkring 3,4 respektive 2,6 miljarder kronor till nettoresultatet åren 2018 respektive 2019. Löptidspremier och terminstrukturen har sänkt resultatet något, medan valet att använda swappar för att förkorta löptiden i stället för att ändra fördelningen mellan obligationer och statsskuldsväxlar har visat ett positivt resultat sedan 2013. Detta instrumentval bidrog med 1 miljard kronor ackumulerat under perioden 2015–2019. Nettoresultatet för swapparna blev 2,0 miljarder kronor 2019. Det är en minskning med knappt 1 miljard kronor jämfört med 2018.¹²⁶

Uppdelningen som Riksgälden gör i de senaste utvärderingarna är en klar och tydlig förbättring av redovisningen anser en av författarna till Riksrevisionens rapport.¹²⁷ Samtidigt kvarstår den tidigare kritiken vad gäller att Riksgälden betraktar resultatet av detta förfarande som en intäkt. Vinsten som uppstår på grund av ränteswapparna är i själva verket en "fiktiv vinst".

8.2.3 ESV:s kommentar om swappar

ESV ser positivt på att Riksgälden tagit till sig av de förslag som Riksrevisionen haft när det gäller redovisningen av ränteswapparna. Uppdelningen i faktorerna ger en bättre bild, ökar transparensen och bidrar till ökad förståelse. Även den tillkomna faktarutan i underlaget för utvärderingen är ett välkommet tillskott.

Samtidigt förstår ESV den kritik som Riksrevisionen framfört angående Riksgäldens jämförelse där en kort upplåning jämförs med en lång upplåning för att beräkna resultatet av ränteswapparna. ESV anser att det är viktigt att vara tydlig med att om ränteswapparna eller statsskuldsväxlar inte hade använts så skulle löptiden för den nominella kronskulden blivit för lång. Det sammanlagda resultatet av att använda ränteswappar som Riksgälden redovisar är alltså en jämförelse med en fiktiv situation där Riksgälden inte skulle ha uppfyllt riktlinjen för den nominella skuldens löptid.

¹²⁵ Övåntade ränterörelser utgjorde mellan 90 och 132 procent av resultatet under åren 2015–2019.

¹²⁶ RKG (2020): Statsskulden förvaltning. Underlag för utvärdering 2019, s.41 samt RKG (2019): Statsskulden förvaltning. Underlag för utvärdering 2018, s.39.

¹²⁷ Intervju med en av författarna till Riksrevisionens rapport (2018:18).

8.3 Utvärderingen av risk behöver utvecklas

Skuldförvaltningen ska syfta till att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid. Det övergripande riskmålet ska enligt riktlinjerna vara variationen i kostnadsmålet för skulden.¹²⁸

Riskmålet ändrades 2018 i samband med att Riksgälden gick över till det nya kostnadsmålet. Genom att kostnaden mäts utifrån principen att skulden värderas till upplupet anskaffningsvärde räknas inte förändringar i marknadsvärden till följd av ändrade marknadsräntor under lånets löptid som en risk. Däremot påverkar effekten av ändrade marknadsräntor kostnadsvariationen i takt med att gamla lån ersätts av nya. Orealiserade förändringar i marknadsvärden ses därför inte som en kostnad.¹²⁹

Vid återköp av statsobligationer realiseras marknadsvärdetförändringar till följd av ändrade marknadsräntor vilket fångas upp av kostnadsmålet. Därmed kommer den ökade kostnadsvariationen som återköp ger upphov till att fångas i riskmålet. För real- och valutaskulden är kostnaden på förhand okänd. Denna osäkerhet fångas upp i riskmålet genom att inflation och valutakursförändringar löpande kostnadsförs.

Riksgälden behandlar hur risker påverkar verksamheten i sin finans- och riskpolicy. Av särskilt intresse är de riskmål som Riksgälden använder för att mäta marknadsrisken (tabell 7). Ränterisken påverkar främst genom att ränteläget ändras vid upptagning av nya lån. Valutarisken och inflationsrisken påverkar i sin tur hela stocken av realobligationer och lån i utländsk valuta.

¹²⁸ Regeringen (2019): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020.

¹²⁹ RGK (2016): Avrapportering av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas. Dnr 2016/1345.

Tabell 7 Olika typer av finansiell risk

Marknadsrisk	
Ränterisk	Värdet på tillgångar och skulder förändras på ett ofördelaktigt vis då räntenivåer ändras.
Valutarisk	Värdet på tillgångar och skulder förändras på ett ofördelaktigt vis då växelkurser ändras.
Inflationsrisk	Förlust i nominella termer på grund av att inflationen blir högre än förväntat.
Kreditrisk	
Avvecklingsrisk	Den ena parten vid avvecklingsstillfället fullföljer inte sina åtaganden, det vill säga inte levererar valuta eller värdepapper efter att den andra parten redan uppfyllt sina åtaganden.
Motpartsrisk	Motparten i en transaktion fullgör inte sina förpliktelser. Avvecklingsrisk är en form av motpartsrisk.
Landrisk	En samlings risker knutna till när affärer görs med en motpart i ett specifikt land. Riskerna avser huvudsakligen ett lands förmåga att sköta sina yttre förpliktelser, förväntningarna på den allmänna ekonomiska utvecklingen i landet, den politiska stabiliteten samt landets lagstiftningsmiljö.
Systemrisk	Problem hos en eller flera aktörer sprider sig till andra parter och orsakar generella problem i det finansiella systemet.
Likviditetsrisk	
Refinansieringsrisk	Det är svårt och/eller kostsamt att ersätta förfallande lån.
Finansieringsrisk	Det blir svårt och/eller kostsamt att ta upp ny finansiering.
Marknadslikviditetsrisk	Det går inte att realisera eller täcka sin position till gällande marknadspris, eftersom marknaden inte är tillräckligt djup eller inte fungerar på grund av någon störning.

Källa: Riksgäldens finans- och riskpolicy

Anm.: Tabellen beskriver endast delarna i den finansiella risken. I finans- och riskpolicyen finns ytterligare risker beskrivna.

Effekterna av risker och de metoder Riksgälden har för att minska riskerna kan redovisas på två sätt. Om risken är kvantifierbar så kan den redovisas utifrån hur de underliggande värdena påverkas. Risken mätt som variation i kostnadsmåttet redovisas kortfattat i underlaget för utvärdering.¹³⁰ Risken redovisas där som variationen i den effektiva räntan för nominell och real kronskuld samt valutaskulden. Variationen ges över ett femårsperspektiv men det finns ingen jämförelse över längre tidsperioder. Delvis kan detta bero på att Riksgälden bytt kostnadsmått vilket gör jämförelser bakåt över en längre tid svåra att genomföra. Standardavvikelsen för den effektiva räntan, det vill säga det redovisade riskmättet, har minskat om man jämför perioden 2015–2019 med 2014–2018 (tabell 8).

Minskningen beror dels på att den effektiva räntan för valutaskulden var ovanligt hög 2014, men också på att det allmänna ränteläget har sjunkit under perioden. Standardavvikelsen för den nominella kronskulden var lägre än för den totala skulden under hela perioden. Den övergripande risken så som det avses i riktlinjerna kan därmed sägas ha ökat på grund av skuldens sammansättning under utvärderingsperioden.

¹³⁰Se exempelvis RGG (2019): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2019, tabell 9 på s.36.

Tabell 9 Kostnad för statsskulden som genomsnittlig effektiv ränta
Procent

Skuldslag	Standardavvikelse							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014–2018	2015–2019
Nominell kronskuld	1,8	1,3	0,6	0,9	1,3	1,0	0,4	0,3
Real kronskuld	2,5	4,1	5,3	3,9	3,1	2,7	1,0	0,9
Valutaskuld	9,1	2,5	5,3	-2,0	4,9	2,7	3,7	2,6
Totalt	3,2	2,0	2,1	1,1	1,6	1,8	1,0	0,4

Källa: RGK (2019): Underlag för utvärdering 2018, samt RGK (2020): Underlag för utvärdering 2019
Anm.: Kostnaden i relation till utestående skuld för respektive skuldslag samt totalen.

Risker kan också redovisas utifrån kostnaden av riskminimerande åtgärder.

Avvägningen mellan kostnad och risk görs främst genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid. Löptidspremiem är ett sådant kostnadsmått på risk. Det är den merkostnad som oftast tillkommer på lån över längre löptider. För både 2018 och 2019 uppskattades merkostnaden av att låna på längre löptider till 0,4 miljarder kronor.¹³¹ Löptidspremiem är historiskt låg eftersom ränteläget i allmänhet är lågt.

Sammansättningen av skulden innebär också troligtvis en merkostnad. Kostnaden för sammansättningen framgår dock inte lika explicit som löptidspremiem i Riksgäldens utvärderingar. En jämförelse av den effektiva räntan på de tre skuldslagen ger en fingervisning om att realskulden och valutaskulden med få undantag har kostat mer än den nominella skulden under perioden 2015–2019. Det är en avvägning som har gjorts i riktlinjerna för att minska risken i nominella statsobligationer som är det största skuldslaget. En anledning till att realskulden genererar relativt sett högre kostnader är att realobligationer har emitterats på längre löptider och att skulden i högre grad består av äldre lån med högre räntor än nominella obligationer. Vad gäller valutaskulden så står realiserade och orealiserade valutaeffekter för den absoluta merparten av kostnaden samt kostnadsvariationen. Denna valutarisk framgår dock inte tydligt i underlaget för utvärdering. Valutaeffekternas påverkan på kostnaden för valutaskulden framgår dock i tabell 6 i avsnitt 8.1 ovan.

Underlaget för utvärdering av statsskuld förvaltningen innehåller två explicita diskussioner om riskmått, finansieringsrisken och motpartsrisken. Riksgälden lånar eller placerar medel på daglig basis för att staten ska kunna fullgöra sina betalningar till en så låg kostnad som möjligt. För att hantera motpartsrisken för dessa placeringar finns limiter baserade på motpartens kreditvärdighet som begränsar maximal exponering och löptid. I utvärderingsunderlaget återges de limiter och krav som Riksgälden har på sina motparter för att begränsa risken.

Diskussionen om finansieringsrisken avser förfalloprofilen för utestående lån. Refinansieringsrisken anses vanligtvis bli högre ju större lån som förfaller den närmaste tiden. Detta är delvis en förenkling, eftersom en förfallande obligation

¹³¹ RGK (2019): Underlag för utvärdering 2018, s. 39 samt RGK (2020): Underlag för utvärdering 2019, s.41.

sällan behöver finansieras direkt genom att ge ut en annan obligation. Med långsiktig låneplanering och små emissionsvolym i regelbundna auktioner sprids refinansieringen ut över lång tid. Gamla obligationslån ersätts ofta innan de förfaller. Riksgälden försöker begränsa refinansieringsrisken genom att eftersträva en jämn förfalloprofil för stats- och realobligationer samt genom att bidra till att skapa en väl fungerande statspappersmarknad.¹³² En stor del av skulden förfaller normalt under det närmaste året. Det beror på Riksgäldens omfattande likviditetsförvaltning och deras hantering av säsongsmässiga svängningar i nettolånebehovet. I övrigt är förfalloprofilen förhållandevis jämn upp till tio år, undantaget upplåning för vidareutlåning till Riksbanken som är koncentrerad till de närmaste fem åren. En ojämn förfalloprofil skulle kunna ge upphov till större risker i framtiden när stora förfall måste refinansieras. Viktigast för risken vid en given tidpunkt är dock vad som förfaller i närtid.

8.3.1 ESV:s kommentar

ESV anser att risken i statsskulden inte framgår lika tydligt som redovisningen av statsskuldens kostnad i Riksgäldens underlag för utvärdering. En åtgärd för att utöka redovisningen är att ge ett längre historiskt perspektiv på till exempel variationen i kostnads måttet. Nu redovisas endast variationen för kostnaden över den senaste femårsperioden. Det kan dock finnas vissa problem med ett längre perspektiv, eftersom Riksgälden bytt kostnads mått 2018.

ESV anser att det saknas en samlad diskussion om hur risken har påverkats av skuldens sammansättning och löptid. Löptiden påverkar risken, och löptidspremien är kostnaden som uppstår av att sänka risken med längre löptider. Riksgälden redovisar löptidspremien, men endast för den nominella kronskulden. Hur risken påverkas av skuldens sammansättning framgår inte. Det blir därför svårt att ställa kostnaderna för de olika skuldslagen i relation till hur de påverkar risken för hela statsskulden. Detta gäller särskilt valutaskulden, som är det skuldslag där kostnaden varierar mest.

¹³² R GK (2019): Underlag för utvärdering 2018, s. 41.

9 En sammanpressad utvärderingsprocess

Utvärderingen av statsskuldens förvaltning sker i en ordnad process som är reglerad i lag och som direkt involverar Riksgälden, regeringen och ESV. Regeringen ska enligt budgetlagen utvärdera förvaltningen av statsskulden genom en skrivelse som vartannat år och senast den 25 april levereras till riksdagen.¹³³ Innan dess ska Riksgälden enligt sin instruktion ta fram ett underlag för utvärdering av statsskuldens förvaltning som lämnas till regeringen senast den 22 februari.¹³⁴ ESV som är den oberoende parten i processen ska enligt sitt årliga regleringsbrev leverera en utvärdering till regeringen vartannat år runt den 20 mars. Bakgrunden till leveranstidpunkten för skrivelsen går att finna i regeringens proposition om statsskuldens förvaltning från 1998.¹³⁵ Då var förslaget att skrivelsen skulle lämnas till riksdagen senast den 15 maj. Regeringen bedömde att med denna tidpunkt fanns möjlighet att ta hänsyn till riksdagens synpunkter inför beslut om det kommande årets riktlinjer. Finansutskottet konstaterade i samband med beredningen av propositionen att regeringen hade utgått från att motionstiden på skrivelsen skulle hinna gå ut före sommaruppehållet.¹³⁶ Utskottet bedömde dock att riksdagen inte skulle hinna behandla ärendet före sommaruppehållet med den tidplanen. Därför föreslog de i stället en tidigareläggning till den 25 april vilket riksdagen biföll.

Utvärderingarna spänner över femårsperioder vilket innebär att de två sista utvärderingsåren är helt nya, medan övriga år överlappar föregående utvärdering. Information om det sista utvärderingsåret är tillgänglig först efter årsskiftet när alla transaktioner är klara och dokumenterade i Riksgäldens datasystem. Utvärderingsprocessen är därför hårt sammanpressad till ett fåtal månader där de involverade myndigheterna var för sig har mycket kort tid på sig att genomföra sitt utvärderingsuppdrag. Riksgälden som utgör första länken i utvärderingsprocessen har både djupa kunskaper i ämnet samt tillgång till mikrodata. ESV och regeringskansliet har däremot ingen direkt access till datasystemen, utan är beroende av information och statistik som publiceras på Riksgäldens hemsida samt av de utvärderingsunderlag som Riksgälden årligen levererar. Dessa utvärderingsunderlag är därför väldigt viktiga för ESV. Det är också viktigt att de håller god kvalitet och att de är granskningsbara.

9.1 Riksgäldens utvärderingar är för översiktliga

I samband med utvärderingen 2018 gjorde Riksgälden en del förändringar i såväl innehållet som i rapportens struktur. Väsentliga ändringar i innehållet hänger samman med förslag till förbättringar som Riksgälden tog till sig. Det gäller bland

¹³³ 5 kap. 7 § budgetlagen (2011:203).

¹³⁴ Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret, 15 § 2 punkten samt 26 f §.

¹³⁵ Prop. 1997/98:154 Förvaltning av statsskulden, s.17.

¹³⁶ Finansutskottets betänkande 1997/98: FIU29.

annat förslag som ESV lyfte fram i tidigare utvärdering samt förslag som Riksrevisionen hade i en av sina granskningar (se avsnitt 8.1 och 8.2). Rapportens struktur är helt omgjort vad gäller disposition och format. Den nya strukturen följer principen om klarspråk.

På kort sikt har dock förändringarna gjort det svårare för utomstående att jämföra 2018 och 2019 års utvärderingsresultat med tidigare års utvärderingar. Underlagen är i övrigt väldigt kortfattade och förklaringarna till figurer och tabeller är ganska sparsamma. Även ändringar i riktlinjerna har bidragit till att viss information har fallit bort mellan utvärderingsomgångarna. Ett exempel är breddningen av riktlinjen för löptiden som innebär att Riksgälden numera styr enskilda skuldslag utifrån internt fastställda riktlinjer. I underlaget för 2019 redovisas exempelvis inte längre resultatet för snittlöptid för respektive skuldslag. Det är inte lätt för utomstående att tränga igenom detta komplexa material. Materialet i sig är inte otydligt, men när vi i vår utvärderarroll ställer oss frågan ”varför” synliggörs ibland informationsluckorna. Detta är särskilt viktigt i kapitlet där Riksgälden redovisar sina resultat vad gäller kostnad och risk. Dessa utgör ju själva grunden för målet, det vill säga att kostnaden för statskuldsförvaltningen långsiktigt minimeras med beaktande av risk.

Behovet av utförligare beskrivningar blir större när metoderna för redovisningen eller mått som redovisas ändras jämfört med tidigare utvärderingar. Det nya sättet att beräkna kostnad och risk per skuldslag som introducerades i 2018 års utvärdering är ett sådant exempel. Värdena presenteras i tabeller och figurer men de underliggande komponenterna till resultaten är inte synliga. Det kan handla om komponenter i en kvot eller om ett antal komponenter som tillsammans bidrar till resultatet. Brist på konsistens mellan utvärderingsomgångarna är ett annat problem som en extern utvärderare kan stöta på. Ett konkret exempel är när ett värde för ett visst år förändras vid nästa utvärdering. Det kan finnas logiska förklaringar till varför detta sker, till exempel retroaktiva justeringar i affärssystemen eller att en beräkning vid något tillfälle blev fel. Men diskrepansen kan ibland bli så pass stor att det leder till frågor. Det behöver inte nödvändigtvis innebära något särskilt viktigt, men utan tillgång till källdata eller förklaringar i texten är det svårt för en extern utvärderare att förstå orsaken eller värdera hur viktig denna är.

9.2 ESV:s kommentar och rekommendation

Den korta utvärderingsprocessen är något som de involverade myndigheterna har att förhålla sig till. Regeringens ursprungliga förslag om leveranstidpunkt för skrivelsen till riksdagen låg tre veckor senare än vad riksdagen sedan beslutade om. ESV har ingen möjlighet att bedöma om en förskjutning av processen är möjlig att göra utan att äventyra riksdagens möjlighet att bereda ärendet innan sommaruppehållet. Utgångspunkten för våra bedömningar är därför att dagens tidsramar även kommer gälla framöver.

Med dessa förutsättningar är det särskilt viktigt att underlagen är tydliga och tillräckligt utförliga så att tiden som finns till förfogande för utvärdering kan användas på ett effektivt sätt. ESV gör bedömningen att Riksgälden med en relativt begränsad insats kan förbättra utvärderingsunderlagen och på så sätt underlätta vårt och eventuellt andra externa utvärderares arbete. Åtgärderna kan samtidigt öka transparensen och tillförlitligheten i de redovisade resultaten.

ESV föreslår följande:

- Tabell- och diagramunderlag i öppna format görs publika på Riksgäldens webbplats som bilaga till de årliga utvärderingarna. Tabell- och diagramunderlagen kompletteras med fullständiga källhänvisningar. Det ska också framgå om vedertagna mått som vanligen publiceras i Riksgäldens statistikportal beräknas på ett annat sätt i utvärderingen. Bakomliggande komponenter till publicerade värden i tabeller och diagram bör ingå och förklaras kort i underlaget.
- En myndighet ska i princip kunna replikera sina resultat oavsett när i tiden beräkningen sker. När beräkningar görs ska det beräknade värdets underliggande komponenter dokumenteras. Retroaktiva justeringar kan därmed förklaras vid ett senare tillfälle. Riksgälden bör därför inför varje publikation av en utvärdering granska eventuella skillnader i resultat jämfört med vad tidigare utvärderingar visat. Sådana skillnader bör kommenteras och förklaras i anslutning till aktuella tabeller och diagram i den löpande texten.
- Riksgälden bör även redovisa resultat i förhållande till de internt fastställda riktlinjerna. Detta är särskilt viktigt för de enskilda skuldslagen i de fall regeringens riktlinjer blir styrande på en mer övergripande nivå.
- Riksgälden tillämpar numera klarspråk i utvärderingarna. Det är en form av presentation som skiljer sig från den traditionella rapportstrukturen. Tanken är att genom att skriva kort, enkelt och med talande rubriker göra texten tillgänglig för fler. Det är ett gott syfte i sig men inte helt oproblematiskt. Det fungerar säkert utmärkt för de som enbart behöver få en översiktlig bild av läget. Som underlag för utvärdering blir det alltför sparsamt. Det är ett komplicerat ämne som enligt vår uppfattning inte lämpar sig för långtgående förenklingar och förkortningar. Riksgälden bör ha som utgångspunkt att målgruppen för denna rapport inte är helt homogen. ESV anser därför att innehållet i utvärderingarna bör utvecklas och förklaras mer utförligt utan att för den skull överge den form av presentation som Riksgälden har valt. Ett alternativ är att förse rapporten med en utförlig bilaga med externa utvärderare som särskild målgrupp.

Referenser

- ESV – Ekonomistyrningsverket (2016): *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015*. Rapport 2016:26.
- ESV – Ekonomistyrningsverket (2018): *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017*. Rapport 2018:29.
- Finansutskottets betänkande 1996/97: FiU20: *Ekonomiska vårpropositionen*.
- Finansutskottets betänkande 1997/98: FiU29: *Förvaltningen av statsskulden*.
- Proposition 1996/97:150: *1997 års ekonomiska vårproposition*.
- Proposition 1997/98:154: *Förvaltningen av statsskulden*.
- Proposition 2007/08:1: *Budgetproposition för 2008*. Utgiftsområde 2.
- Proposition 2017/18:1: *Budgetproposition för 2018*. Utgiftsområde 26.
- Regeringen (2014): *Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2015*.
- Regeringen (2016): Regeringen skrivelse: *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015*. Skr. 2015/16:104.
- Regeringen (2017): *Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2018*.
- Regeringen (2018): *Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019*.
- Regeringen (2019): Regleringsbrev för budgetåret 2019 avseende Ekonomistyrningsverket. Finansdepartementet, 2019-03-21. Fi2019/00992/E2.
- Regeringen (2019): *Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020*.
- Regeringen (2019): Regeringen skrivelse: *Riksrevisionens rapport om Riksgäldskontorets användning av räntewappar*. Skr. 2018/19:22.
- Regeringen (2020): Regleringsbrev för budgetåret 2020 avseende Ekonomistyrningsverket. Finansdepartementet, 2020-01-30. Fi2020/00354/E2.
- RGK – Riksgäldskontoret (1998): *Förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning*. Dnr 1998/3027.
- RGK – Riksgäldskontoret (2014): *Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2015–2018*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2015): *Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2016–2019*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2015): *Finans- och riskpolicy 2015*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2016): *Finans- och riskpolicy 2016*.

- RGK – Riksgäldskontoret (2016): *Avrapportering av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas*. Dnr 2016/1345.
- RGK – Riksgäldskontoret (2016): *Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2015*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2016): *Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2017–2020*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2017): *Sveriges statsskuld*. 30 december 2016.
- RGK – Riksgäldskontoret (2017): *Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2018–2021*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2017): *Finans- och riskpolicy 2017*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2017): *Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2016*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2017): *Beslutsunderlag för att fastställa Riksgäldens Finans- och riskpolicy 2018*. Dnr. 2017/1021.
- RGK – Riksgäldskontoret (2018): *Sveriges statsskuld*. 29 december 2017.
- RGK – Riksgäldskontoret (2018): *Beslutsunderlag för att fastställa Riksgäldens Finans- och riskpolicy 2019*. Dnr. 2018/1135.
- RGK – Riksgäldskontoret (2018): *Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2019–2022*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2018): *Styrelseprotokoll 14 februari 2018*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2018): *Finans- och riskpolicy 2018*. Dnr 2018/1135.
- RGK – Riksgäldskontoret (2018): *Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2017*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2019): *Sveriges statsskuld*. 28 december 2018.
- RGK – Riksgäldskontoret (2019): *Stastupplåning. Prognos och analys 2019:3*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2019): *Förslag till inriktning för riktlinjearbetet inför 2020*, Dnr. RG 2019/459, bilaga 10, 2019-05-14.
- RGK – Riksgäldskontoret (2019): *Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023*.
- RGK – Riksgäldskontoret (2019): *Finans- och riskpolicy 2019*. Dnr 2018/1135.
- RGK – Riksgäldskontoret (2019): *Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2018*.

RGK – Riksgäldskontoret (2020): *Sveriges statsskuld*. 30 december 2019.

RGK – Riksgäldskontoret (2020): *Statsupplåning – prognos och analys 2020:1*.

RGK – Riksgäldskontoret (2020): *Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2019*.

Riksbanken (2019): *Penningpolitisk rapport juli 2019*.

Riksrevisionen (2018): *Riksgäldskontorets användning av ränteswappar – motiv, resultat och redovisning*. Rir 2018:18.

Kantar SIFO Prospera (2017): *Förtroende för Riksgälden 2017*.

Kantar SIFO Prospera (2018): *Förtroende för Riksgälden 2018*.

Kantar SIFO Prospera (2019): *Förtroende för Riksgälden 2019*.

SOU 2014:8 (2014): *Översyn av statsskuldspolitiken*. Betänkande av Statsskultsutredningen.

Lagar och förordningar

Budgetlagen (SFS 2011:203). Stockholm: Finansdepartementet BA.

Förordning med instruktion för Riksgäldskontoret (SFS 2007:1447). Stockholm: Finansdepartementet FPM.

Lag om statens upplåning (SFS 1988:1387). Stockholm: Finansdepartementet V.

Lag (SFS 1998:659) om ändring i lagen (1988:1387) om statens upplåning. Stockholm: Finansdepartementet.

Webbsidor

Riksgäldskontoret:

https://www.riksgalden.se/OvAJAXZfc/opendoc.htm?document=Webb_Upplaning_gvw&bookmark=Document\BM15/.

Riksbanken: <https://riskbank.se/sv/penningpolitik/inflationsmålet/historik-inflationsmålet/>.

Riksbanken:

<https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/finansmarknadsenkaten/svenska/2019/finansmarknadsenkaten-hosten-2019.pdf>.

Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning

Ekonomistyrningsverket (ESV) har i regleringsbrev för 2018 och 2019 fått i uppdrag att genomföra en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning för perioden 2015–2019. Enligt budgetlagen ska regeringen överlämna en utvärdering av statsskuldförvaltningen i en skrivelse till riksdagen vartannat år. Kommande skrivelse ska överlämnas den 25 april 2020. ESV:s utvärdering är avsedd att ingå som bilaga i denna skrivelse.

Granskningens inriktning ska tas fram i samråd med Regeringskansliet (Finansdepartementet). Nedan följer Finansdepartementets förslag till granskningens inriktning.

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under åren 2015–2019 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.

Frågorna utvärderas över rullande femårsperioder. Då 2013–2015 utvärderades i föregående skrivelse bör årets utvärdering främst fokusera på 2016 och 2017. Ekonomistyrningsverket är oförhindrat att utvärdera även andra frågeställningar.

Granskningen ska göras med utgångspunkt från det övergripande målet för statsskuldspolitiken: att *statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas (5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203))*. Granskningen bör främst göras på grundval av den information som fanns tillgänglig vid beslutstillfällena.

Avrapportering

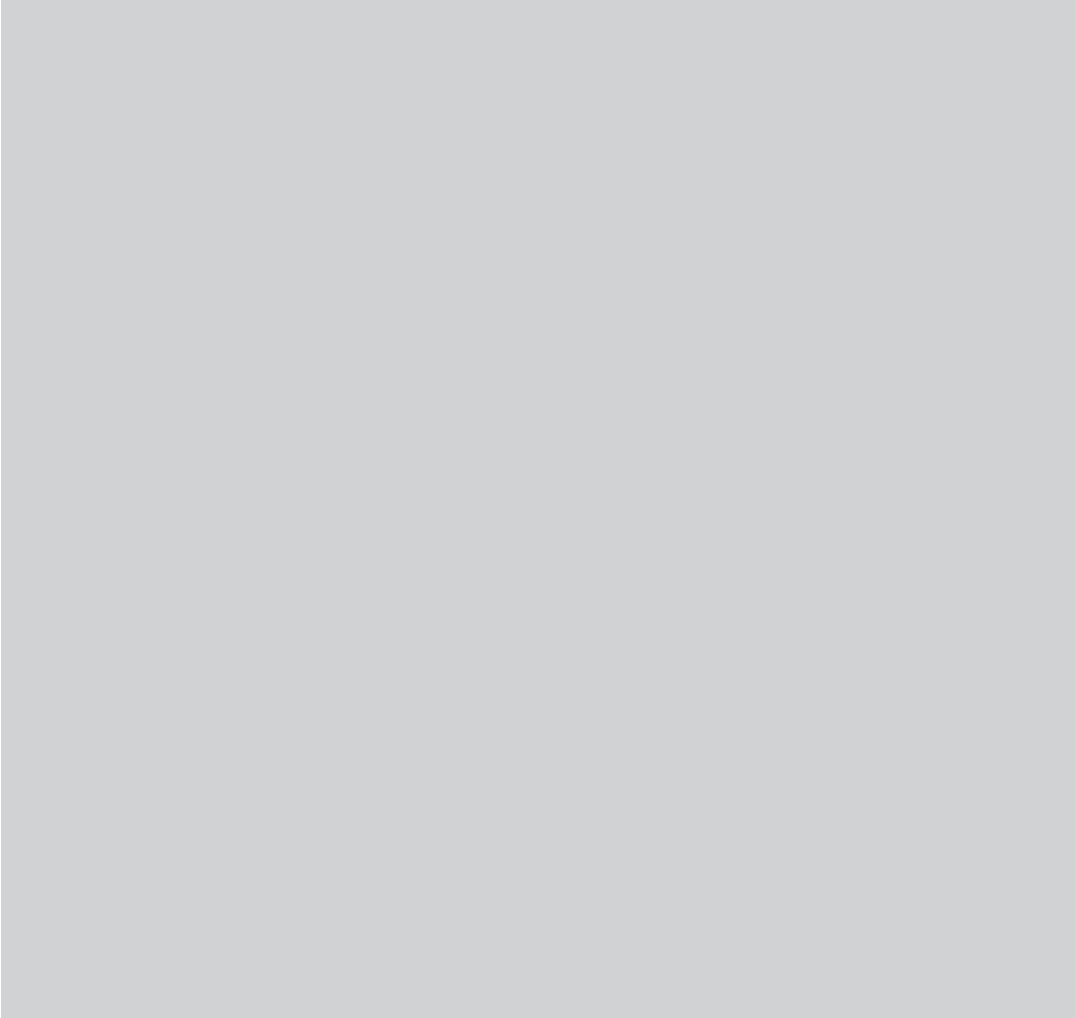
Uppdraget ska redovisas senast den 20 mars 2020 i form av en skriftlig rapport till regeringen.

Processen för statsskuldförvaltningen

Regeringen beslutar senast den 15 november varje år om riktlinjer statsskuldens förvaltning. Som underlag för beslutet lämnar Riksgäldskontoret, senast den 1 oktober varje år, förslag till riktlinjer. Riksbanken ges möjlighet att yttra sig över Riksgäldskontorets förslag.

Statsskuldförvaltningen utvärderas vartannat år i en skrivelse till riksdagen (senast den 25 april jämna årtal). Såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets operativa förvaltning utvärderas. Senast den 22 februari varje år ska Riksgäldskontoret lämna underlag till utvärdering av statens skuld. Generellt syftar

utvärderingsarbetet till att ge en samlad bedömning av hur statsskuldsförvaltningen har bedrivits, Bland annat vilka strategiska överväganden som legat bakom riktlinjebeslutet sett i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället.



ESV gör Sverige rikare

- Vi har kontroll på statens finanser, utvecklar ekonomistyrningen och granskar Sveriges EU-medel.
- Vi arbetar i nära samverkan med Regeringskansliet och myndigheterna.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 16 april 2020

Närvarande: statsminister Löfven, ordförande, och statsråden Lövin, Johansson, Baylan, Hallengren, Hultqvist, Andersson, Bolund, Damberg, Shekarabi, Ygeman, Eriksson, Linde, Ekström, Eneroth, Nilsson, Ernkrans, Lindhagen, Lind, Nordmark, Micko

Föredragande: statsrådet Bolund

Regeringen beslutar skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2015–2019

