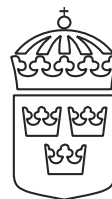


Regeringens skrivelse

2015/16:104



Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015

Skr.
2015/16:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

den 21 april 2016

Stefan Löfven

Per Bolund
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen utvärderar regeringen statens upplåning och skuldförvaltning under perioden 2011–2015. 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. Skrivelsen ska överlämnas till riksdagen senast den 25 april vartannat år. Målet för statsskuldspolitiken är långsiktigt och utvärderas därför över rullande femårsperioder.

Under utvärderingsperioden har regeringens styrning av statsskulden gjorts mer flexibel. Syftet med att öka flexibiliteten är att ge Riksgäldskontoret bättre förutsättningar att nå det övergripande målet för statsskuldspolitiken. För löptidsstyrningen har intervall ersatt fasta värden. Inriktning för statsskuldens löptid har i stort varit oförändrad under utvärderingsperioden. Den genomsnittliga löptiden för hela statsskulden har varit runt 3,5 år i termer av duration.

Styrningen av statsskuldens sammansättning i termer av skuldandelar var oförändrad åren 2011–2014. I riktlinjerna för 2015 ändrades styrning av skulden i utländsk valuta så att valutaexponeringen gradvis ska minska de närmaste åren. Den årliga minskningstakten begränsas av ett tak på 30 miljarder kronor och planeras uppgå till 20 miljarder kronor. Fram till 2015 skulle andelen valutaskuld, real kronskuld och nominell kronskuld vara oförändrad mellan åren. Ändringen gjordes mot bakgrund av att valutaexponeringen inte förväntas generera lägre kostnad samtidigt

som räntekostnaderna varierar mer på grund av växelkursrörelser. Ekonomistyrningsverket (ESV) som Finansdepartementet anlitat som stöd för utvärderingen bedömer att regeringens ändringar varit ändamålsenliga i förhållande till det statsskuldspolitiska målet.

ESV konstaterar att de viktigaste faktorerna för att hålla nere kostnaderna för statsskulden ligger utanför ramarna för statsskuld-förvaltningen. En låg statsskuld och ordning i statens finanser är de viktigaste faktorerna för att säkerställa låga kostnader för statsskulden. De senaste tjugo åren har Sverige successivt förbättrat de offentliga finanserna och därmed sänkt kostnaden för statsskulden. Den globala och svenska räntenedgången har också gett ett kraftigt bidrag till att sänka kostnaden för statsskuld-förvaltningen. Som exempel kan nämnas att den årliga genomsnittliga emissionsräntan för nominella statsobligationer var 2,4 procent under 2011 och 0,5 procent under 2015. Under samma period har de statsskuld-räntor som påverkar den offentliga sektorns finansiella sparande minskat från 32 till 16 miljarder kronor.

ESV bedömer att Riksgäldskontoret överlag har uppfyllt regeringens riktlinjer även om den reala skuldens andel låg klart under målet på 20 procent i slutet av 2015. I det fall andelen real kronskuld även fortsättningsvis bedöms avvika från den långsiktiga målandelen bör Riksgäldskontoret i sitt förslag till riktlinjer tydligare än hittills redovisa skälen för detta.

Upplåningen på privatmarknaden har bidragit till att minska kostnaden för statsskulden med 433 miljoner kronor under utvärderingsperioden. Under 2015 har dock upplåningen i premieobligationer resulterat i en förlust på 45 miljoner kronor. Baserat på Riksbankens reporänteprognos kommer denna upplåningsform att visa förlust de närmsta åren för att som tidigast generera kostnadsbesparingar 2018. Mot denna bakgrund avser regeringen att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera om premieobligationsupplåningen i framtiden bedöms kunna bidra till det statsskuldspolitiska målet.

Det kvantitativa målet om att positionsverksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden har inte uppnåtts, eftersom positionsverksamheten visat ett sammantaget underskott på 42 miljoner kronor för utvärderingsperioden. Mot denna bakgrund avser regeringen att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera om positionsverksamheten i framtiden kan väntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet. Regeringen avser även att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att utreda om utvärdering av det övergripande målet kan underlättas.

Den okonsoliderade statsskulden uppgick till 1 403 miljarder kronor vid slutet av 2015, motsvarande 34 procent av BNP. I förhållande till utvärderingsperiodens början är statsskuldens andel av BNP oförändrad. Vidareutlåning till Riksbanken utgjorde 241 miljarder kronor av statsskulden. För dessa lån betalar Riksbanken ränta som motsvarar Riksgäldskontorets kostnader för upplåningen.

1	Mål, ramverk och process för statsskuldsförvaltningen	4
2	Utgångspunkter för regeringens riktlinjer	6
2.1	Statens lånebehov	6
2.2	Statsskulden.....	7
2.3	Lånemarknaderna	11
2.4	Den svenska kronan.....	12
3	Statsskuldens kostnad och risk	14
3.1	Statsskuldens kostnad	14
3.2	Risker i statsskuldsförvaltningen.....	19
4	Redovisning av regeringens riktlinjebeslut och Riksgäldskontorets tillämpning av besluten.....	24
4.1	Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	24
4.2	Statsskuldens löptid	29
4.3	Marknads- och skuldvard	34
4.4	Positionstagande	37
4.5	Upplåning på privatmarknaden	41
4.6	Lån för att tillgodose behovet av statslån	46
5	Utvärdering av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning	47
5.1	Förvaltningsstrategier	47
5.2	Prognoser över nettolånebehovet.....	52
5.3	Upplåningen i sammandrag	56
5.4	Kapitalmarknadsupplåningen	59
5.5	Penningmarknadsupplåningen.....	67
5.6	Vidareutlåning i utländsk valuta.....	72
5.7	Derivatinstrument	74
6	Penningpolitik och statsskuldspolitik.....	77
7	ESV:s uppföljning och regeringens kommentar till den	79
Bilaga 1	Ekonomistyrningsverkets rapport: Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015	85
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 21 april 2016.....	127

1 Mål, ramverk och process för statsskuldsvörvaltningen

Sammanfattning: Ansvaret för statsskuldspolitiken ligger på politisk nivå genom att målet är beslutat av riksdagen och att regeringen i årliga riktlinjer beslutar om den övergripande styrningen. Riksgäldskontoret ansvarar för att upplåning och förvaltning görs inom ramen för de riktlinjer som regeringen beslutat och i enlighet med målet. Återrapportering 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 statsskuldspolitiken

Målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas (5 kap. 5 § budgetlagen [2011:203]). Förvaltningen ska vidare ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer, Innan målet för statsskuldspolitiken infördes i budgetlagen fanns motsvarande reglering i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldsvörvaltning. Målet tillkom efter den statsfinansiella krisen på 1990-talet och infördes i lag år 1998.

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.

Styrning

Den process enligt vilken statsskuldspolitiken genomförs och utvärderas har tillämpats sedan 1998. Processen innebär att regeringen senast den 15 november varje år beslutar kommande års riktlinjer för statsskuldens förvaltning. I riktlinjerna styr regeringen bl.a. vilken löptid och sammansättning statsskulden ska ha för att uppnå önskad avvägning mellan kostnad och risk. I avvägningen tas hänsyn till statsskuldens storlek och förväntade utveckling, liksom situationen på låne- marknaderna. I undantagsfall tas även hänsyn till den svenska kronans växelkurs och förväntade utveckling. Som underlag till regeringens riktlinjebeslut lämnar Riksgäldskontoret förslag till riktlinjer, senast den

1 oktober. I samband att Riksgäldskontorets förslag bereds ges Riksbanken möjlighet att yttra sig.

Under verksamhetsåret ansvarar Riksgäldskontoret för att upplåning och förvaltning görs inom ramen för de riktlinjer som regeringen beslutat och i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.

Utvärdering

Regeringens återrapportering till riksdagen görs i en utvärderingskrivelse vartannat år (senast den 25 april). Åren däremellan redovisar regeringen sin preliminära syn på statsskuldförvaltningen i budgetpropositionen. Riksgäldskontoret lämnar underlag för utvärderingen varje år (senast den 22 februari). I regeringens utvärderingskrivelse ingår en extern granskning. Granskningen innehåller en bedömning av måluppfyllelsen och i vissa fall förslag om förändringar i styrningen eller tillämpningen av densamma.

Utvärderingsprinciperna anges i regeringens riktlinjer. I stort har principerna varit oförändrade sedan 1998, då den nuvarande processen började tillämpas. Principerna har på så sätt utvärderats och godkänts av riksdagen. Utgångspunkten är att utvärderingen ska göras mot det långsiktiga målet för statsskuldförvaltningen samt i ljuset av den kunskap som finns vid beslutstillfället. Eftersom målet är långsiktigt ska utvärderingen ske över rullande femårsperioder.

Det inte är möjligt att exakt utvärdera om målet att låna till lägsta möjliga kostnad utan att ta för stora risker uppnåtts. Anledningen är att det finns flera olika slags risker som statsskuldförvaltningen har att ta hänsyn till. Riskerna kan dessutom variera över tiden. Utvärderingen avser därför främst strategiska överväganden som låg till grund för beslut utifrån den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Kvantitativa mått och jämförelser redovisas när så är möjligt.

Budgetmässig hantering av räntor på statsskulden

Räntebetalningarna på statsskulden finansieras via statsbudgetens utgiftsområde 26 Statsskuldräntor 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 kostnads-mässiga redovisningen av statsskulden, vilken påverkar statens finansiella sparande, justeras för dessa upplåningstekniska faktorer.

Utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m. ligger utanför utgiftstaket. Detta innebär att i situationer då statsskuldräntorna blir högre än budgeterat krävs inte finansiering från något annat utgiftsområde. På motsvarande sätt frigörs heller inget utrymme i situationer då statsskuldräntorna blir lägre än budgeterat. Efter ett särskilt årligt bemyndigande ges Riksgäldskontoret rätt att överskrida anslag 92:1 Räntor på statsskulden och anslag 92:3 Riksgäldskontorets provisionskostnader i samband med upplåning och skuldförvaltning. Bemyndigandena motiveras av att upplåningsverksamheten fordrar flexibilitet för att staten i alla lägen (och i rätt tid) ska kunna fullgöra sina åtaganden.

Sammanfattning: Vid utvärderingsperiodens början uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 179 miljarder kronor och till 1 403 miljarder kronor vid utvärderingsperiodens slut. I förhållande till BNP var skuldandelen oförändrad på 34 procent. Vid 2015 års slut utgjorde vidareutlåningen till Riksbanken 241 miljarder kronor av den okonsoliderade statsskulden. Vidareutlåningen har inte påverkat styrningen av statsskulden eller statens finansiella sparande.

Såväl korta som långa statsräntor har fallit till historiskt låga nivåer under utvärderingsperioden. Vid periodens början var räntan på den 10-åriga nominella statsobligationen tre procent och vid periodens slut en procent. Räntan på 3-månaders statsskuldväxlar har fallit från drygt en procent till minus 0,5 procent.

Den svenska kronan har under utvärderingsperioden försvagats med 4 procent i förhållande till de valutor som valutaskulden varit exponerad mot.

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

2.1 Statens lånebehov

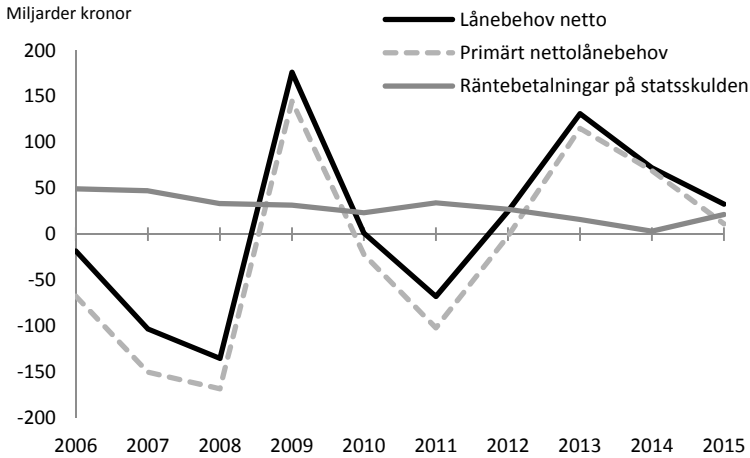
Statens lånebehov¹ påverkas både av den ekonomiska utvecklingen och av politiska beslut. När konjunkturen är stark minskar i regel lånebehovet, eftersom skatteinbetalningarna ökar samtidigt som exempelvis utbetalningar för arbetslöshetsstöd minskar. När konjunkturen försvagas gäller det motsatta. Vissa år påverkas även statens lånebehov av engångsvisa händelser som försäljning av aktier i statligt ägda bolag och vidareutlåning till Riksbanken.

Lånebehovet kan delas in i primärt lånebehov och räntor på statsskulden. Av figur 2.1 framgår att statens budget visade stora överskott åren före finanskrisen (dvs. lånebehovet var negativt). En del av överskotten förklaras av inkomster i samband med försäljning av Vin och Sprit AB och Vasakronan. När finanskrisen utbröt hösten 2008 bromsade konjunkturen in och statens budget vände från överskott till underskott. Ett viktigt skäl till att lånebehovet steg kraftigt 2009 var att Riksgäldskontoret detta år lånade upp motsvarande 100 miljarder kronor i utländsk valuta för att stärka Riksbankens valutaserv. Under 2010 återhämtade sig den svenska ekonomin och för året som helhet visade statens budget balans. Under 2011 fortsatte ekonomin att växa, statsfinanserna stärktes och lånebehovet minskade. År 2013 steg lånebehovet kraftigt igen, vilket till stor del berodde på att Riksgäldskontoret tog upp ytterligare 100 miljarder kronor i utländsk valuta för att förstärka

¹ Statens lånebehov är detsamma som statens budgetsaldo fast med omvänt tecken.

valutareserven. Under 2014 och 2015 var lånebehovet också positivt men lägre än föregående år (underskott i statens budget). Skr. 2015/16:104

Figur 2.1 Statens lånebehov



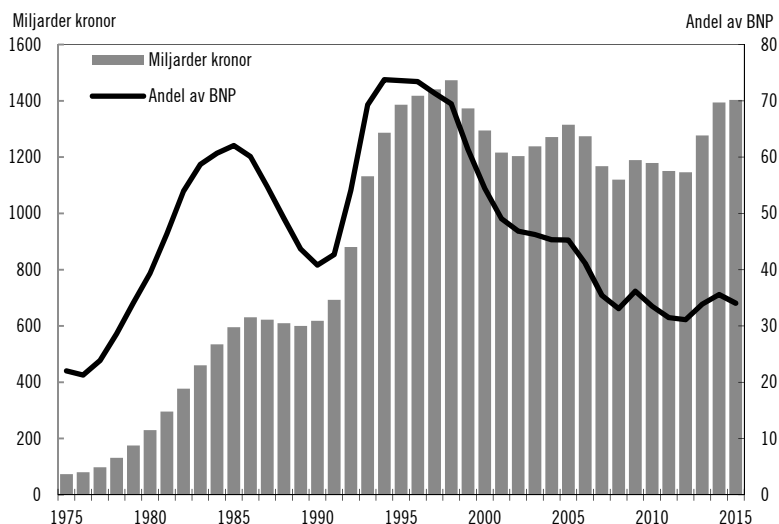
Källa: Riksgäldskontoret

2.2 Statsskulden

Statsskulden har uppkommit genom att statens budget historiskt visat större underskott än överskott. Förenklat ökar statsskulden när statens budget visar underskott och minskar när budgeten visar överskott.

Statsskuldens utveckling i ett längre perspektiv

Statsskulden har som andel av BNP ökat kraftigt under två perioder. Mellan 1976 och 1985 ökade statsskulden som andel av BNP från 21 till 62 procent och mellan 1990 till 1994 från 41 till 74 procent av BNP.

Figur 2.2 Okonsoliderad statsskuld sedan 1975

Källa: Riksgäldskontoret

Bakgrunden till att statsskulden steg under den första perioden var höga oljepriser och dämpad internationell konjunktur. Den svenska industrin pressades hårt av stora kostnadsökningar och försämrade konkurrenskraft (särskilt stål- och varvsindustrin). Under 1970-talets senare hälft förbättrades exportindustrins konkurrenskraft efter flera devalveringar. I början av 1980-talet vände konjunkturen uppåt varefter flera år av hög ekonomisk tillväxt följde. I takt med att ekonomin växte började statsskulden som andel av BNP att minska.

Den andra perioden då statsskulden steg inföll under 1990-talet första hälft. Denna gång var orsaken en inhemsk och omfattande fastighets- och finanskris. I spåren 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. Den fasta växelkurspolitiken övergavs och det kraftiga kronfallet gynnade svensk exportindustri. Ökad sysselsättning och stigande aktiepriser ledde till ökade skatteintäkter. Intäktsidan i statens budget stärktes även av att aktier i Telia AB såldes samt av att medel från AP-fonderna överfördes till staten i samband med att det nya pensionssystemet sjösattes. Dessutom vidtogs omfattande besparingsåtgärder för att stärka statens budget, en ny budgetprocess och ett nytt budgetpolitiskt ramverk inrättades.² Åtgärderna och konjunkturförstärkningen resulterade i att underskotten i statens budget successivt minskade för att runt millennieskiftet visa överskott igen.

Sedan mitten av 1990-talet har statsskulden som andel av BNP minskat, med undantag för 2009 och 2013. Dessa år steg skuldkvoten främst till följd av att Riksgäldskontoret tog upp lån för Riksbankens

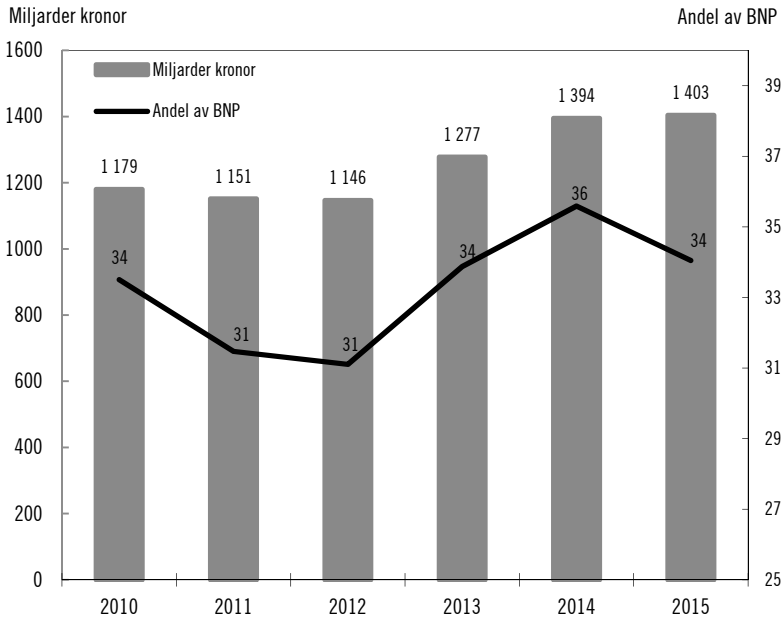
² Utgiftstak för staten och överskottsmål för den offentliga sektorns finansiella sparande.

räkning. I absoluta tal nådde statsskulden sin högsta nivå 1998 (1 450 miljarder kronor) och som andel av BNP var nivån som högst 1994 och 1995 (runt 75 procent).

Statsskuldens utveckling under utvärderingsperioden

Under utvärderingsperioden 2011–2015 har den okonsoliderade statsskulden ökat med 224 miljarder kronor, från 1 179 till 1 403 miljarder kronor. Engångsvisa effekter på lånebehovet har bidragit till 46 miljarder kronor av skuldökningen. Den utestående vidareutlåningen till Riksbanken utgjorde 241 miljarder kronor av den okonsoliderade statsskulden vid 2015 års slut. Som andel av BNP var statsskulden 34 procent både vid periodens början och slut.

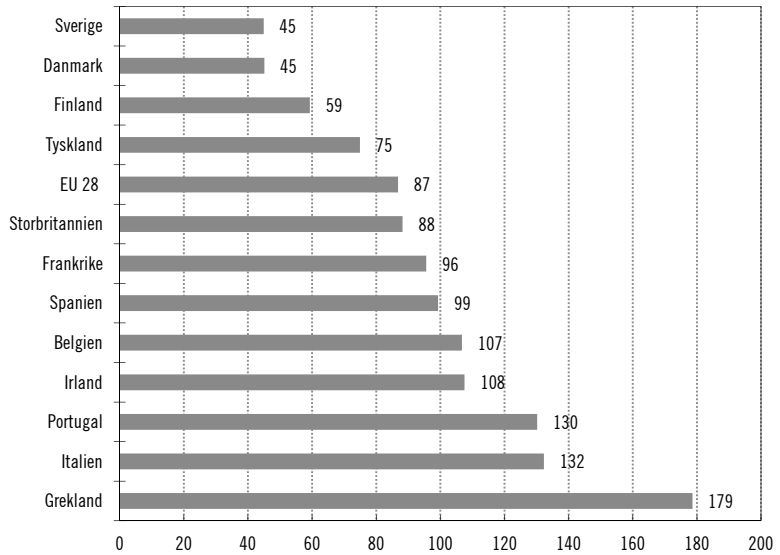
Figur 2.3 Okonsoliderad statsskuld 2010–2015



Källa: Riksgäldskontoret

Maastrichtskulden

För att jämföra den offentliga sektorns skuldsättning i olika EU-länder används den s.k. Maastrichtskulden. Skuldmåttet avser hela den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld. För svenska förhållanden innebär detta att statsskulden och den kommunala sektorns skulder på kapitalmarknaden räknas samman samt att AP-fondernas innehav av statsobligationer dras ifrån. 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 2014

Källa: Eurostat

För Sveriges del uppgick Maastrichtskulden till 45 procent av BNP vid 2014 års slut. För EU uppgick motsvarande andel i genomsnitt till 87 procent, dvs. nästan dubbelt så hög som för Sverige. Som andel av BNP är den svenska statsskulden således att betrakta som låg ur ett såväl historiskt som internationellt perspektiv.

Faktaruta: Olika mått på statsskulden

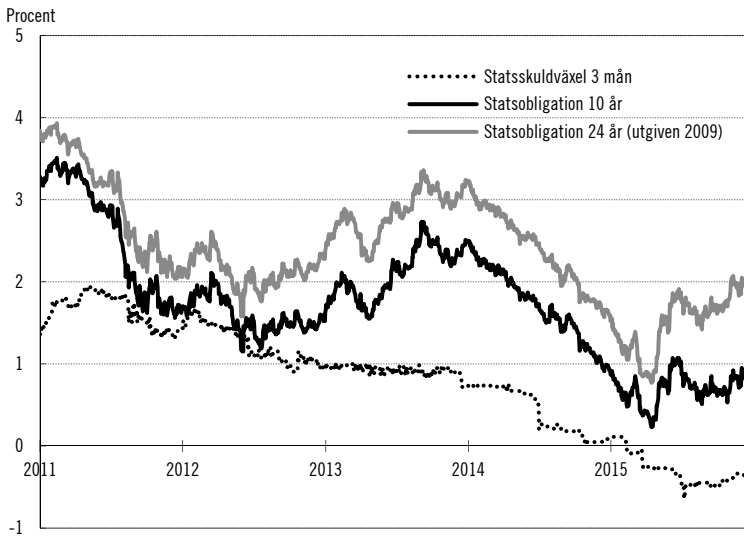
Det finns flera olika mått på statsskulden. De olika måtten används i olika sammanhang beroende på måttets syfte. Det officiella måttet kallas okonsoliderad statsskuld och motsvarar den skuld Riksgäldskontoret förvaltar. I budgetpropositionen använder regeringen i huvudsak måttet konsoliderad statsskuld, vilket visar statens skuld till aktörer utanför staten. Skillnaden mellan okonsoliderad och konsoliderad statsskuld utgörs av statliga myndigheters innehav av statspapper. Vid 2015 års utgång uppgick detta innehav till 51 miljarder kronor. 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 detsamma som okonsoliderad statsskuld justerat för fordringar i vidareutlåning och förvaltningstillgångar. Ändringen gjordes i syfte att öka transparensen.

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. När avkastningskurvan är brant förstärks utbytesförhållandet mellan kostnad och risk, dvs. kostnaderna förväntas minska mer av en löptidsförkortning när avkastningskurvan är brant.

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 extraordinära 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



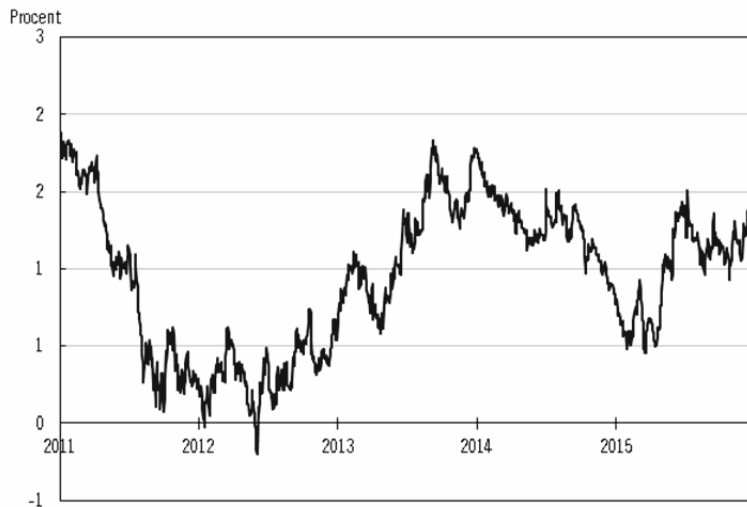
Källa: Macrobond

I figur 2.5 visas hur den svenska statsräntan på tre olika löptider utvecklats under utvärderingsperioden. Som framgår föll de längre räntorna kraftigt under 2011. Oro för en europeisk skuldkris, en svagare ekonomisk utveckling i omvärlden samt att internationella placerare sökte sig till svenska statspapper i ökad omfattning var viktiga förklaringar. De svenska statsfinanserna visade god motståndskraft mot finanskrisen och utgångsläget var starkt i en internationell jämförelse. Under hösten 2012 och under 2013 minskade oron för den europeiska

skuldkrisen. Förväntningarna om en något bättre ekonomisk utveckling steg och riskaptiten bland investerarna ökade igen. Detta gjorde att de långa statsräntorna steg under hösten 2012 och under 2013. Under 2014 och under inledningen av 2015 föll de långa statsräntorna. Investerarna hade då anpassat sina förväntningar om att reporäntan skulle vara låg under en längre tid. Under våren och hösten 2015 steg de långa statsräntorna i takt med starkare signaler om den ekonomiska utvecklingen.

Den korta statsräntan påverkas i hög utsträckning av Riksbankens reporänta och marknadens förväntningar om reporänta den närmsta tiden. I syfte att nå inflationsmålet (2 procent) sänktes reporäntan successivt från 2,00 procent i december 2011 till -0,35 procent i juli 2015. Räntan på statsskuldsväxeln med tre månaders löptid har i stort följt reporäntan, även om den periodvis varit både högre och lägre.

Figur 2.6 Skillnaden mellan tioårs och tremånaders statsräntor



Källa: Macrobond

Ett sätt att beskriva avkastningskurvens lutning är att beräkna skillnaden mellan räntan på tioåriga statsobligationer och tremånaders statsskuldsväxlar. Av figur 2.6 framgår att denna skillnad minskade betydligt under 2011 i takt med att de långa statspappersräntorna föll. Under en period kring årsskiftet 2011/2012 var den svenska avkastningskurvan i princip helt flack för att därefter bli brant under 2013 när de långa räntorna steg. Under hösten 2014 minskade skillnaden återigen mellan de långa och korta räntorna, eftersom de långa räntorna föll kraftigare än de korta. Under 2015 har de korta räntorna fallit samtidigt som de långa stigit, vilket ökat skillnaden mellan korta och långa räntor.

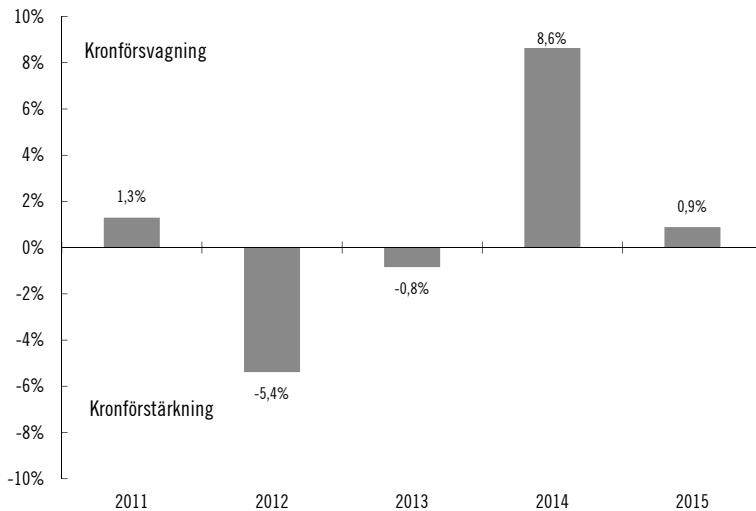
2.4 Den svenska kronan

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. I figur 2.7 framgår hur kronan utvecklats i förhållande till de valutor som ingår i valutariktmärket. Valutariktmärket var oförändrat under perioden 2011–2014: EUR 45 procent, CHF 20 procent, JPY 15 procent, USD 10 procent, GBP 5 procent och CAD 5 procent. Under 2015 sänktes andelen JPY till 10 och EUR till 42,5 procent, medan övriga förutom CAD ökades något (avsnitt 4.1 och 5.4).

I samband med finanskrisen hösten 2008 och våren 2009 försvagades den svenska kronan kraftigt. Därefter stärktes kronan i takt med att finansmarknaderna stabiliserades och då konjunktursignalerna blev mer positiva. Under 2010 handlades kronan i stort på samma nivåer som före finanskrisen. Vid inledningen av skuldkrisen 2011 försvagades kronan endast marginellt. Under 2012 stärktes kronan relativt kraftigt i förhållande till valutariktmärket. Detta år förstärktes kronan i förhållande till samtliga valutor i valutariktmärket. Under 2013 var kronan stabil i förhållande till valutariktmärket för att under 2014 försvagas relativt kraftigt då euron och framför allt den amerikanska dollarn steg. Under 2015 var kronförsvagningen mindre då en svagare euro vägde upp för en ytterligare förstärkning av den amerikanska dollarn. Sett över hela utvärderingsperioden har kronan försvagats med fyra procent i förhållande till valutariktmärket.

Figur 2.7 Kronans utveckling mot valutariktvärdet



Källa: Riksgäldskontoret

Sammanfattning: Emissionsräntorna har under utvärderingsperioden successivt minskat i takt med den allmänna räntenedgången. Exempelvis har den årliga genomsnittsräntan vid emissioner i nominella statsobligationer minskat från 2,4 till 0,5 procent från 2011 till 2015. Under samma period har de statsskuldräntor som påverkar den offentliga sektorns finansiella sparande minskat från 32 till 16 miljarder kronor. I en situation då räntorna återgår till nivåer som varit historiskt normala kommer belastningen på statens finanser att öka.

Ränteomsättningsrisken har i stort varit oförändrad under utvärderingsperioden, eftersom den genomsnittliga löptiden för hela statsskulden har varit oförändrad runt 3,5 år (i termer av duration).

Refinansieringsrisken i termer av lån som löper till förfall de närmaste tolv månaderna har ökat något under utvärderingsperioden. Refinansieringsrisken reduceras dock på flera andra sätt, bl.a. genom regelbunden upplåning i utländsk valuta som upprätthåller kanalen 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 statsfinansiering bedöms som starka både ur ett historiskt och internationellt perspektiv.

3.1 Statsskuldens kostnad

Statsskuldens kostnader påverkas i första hand av skuldens storlek och räntenivåerna då skuldinstrumenten ges ut. En del av statsskulden är exponerad mot utländsk valuta, varför valutakursrörelser också påverkar kostnaderna. Kostnaderna för realskulden påverkas av hur KPI utvecklas. Kostnaderna för statsskulden redovisas med de tre olika metoderna: *räntebetalningar*, *periodiserad kostnad* och *genomsnittlig emissionsränta*.

Räntebetalningar

På statsbudgeten redovisas statsskuldräntorna utgiftsmässig, vilket i princip motsvarar räntebetalningar (kassamässig). Räntebetalningarna finansieras via utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m. anslag 92:1 *Räntor på statsskulden*.³

År 2014 anvisades 21,9 miljarder kronor på anslaget Räntor på statsskulden, utfallet blev 3,2 miljarder kronor. Den främsta förklaringen till varför ränteutgifterna blev betydligt lägre än budgeterat var tillfälliga effekter i form av högre överkurser vid emission. Överkurser uppstår när Riksgäldskontoret emitterar i äldre obligationer med kupongräntor som överstiger emissionsräntan. De äldre obligationerna gavs ut när ränteläget var betydligt högre än under 2014. Överkurserna påverkar omfördelning

³ Utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m. ligger utanför utgiftstaket.

av räntebetalningarna över tiden, men inte de sammantagna kostnaderna för statsskulden. Skr. 2015/16:104

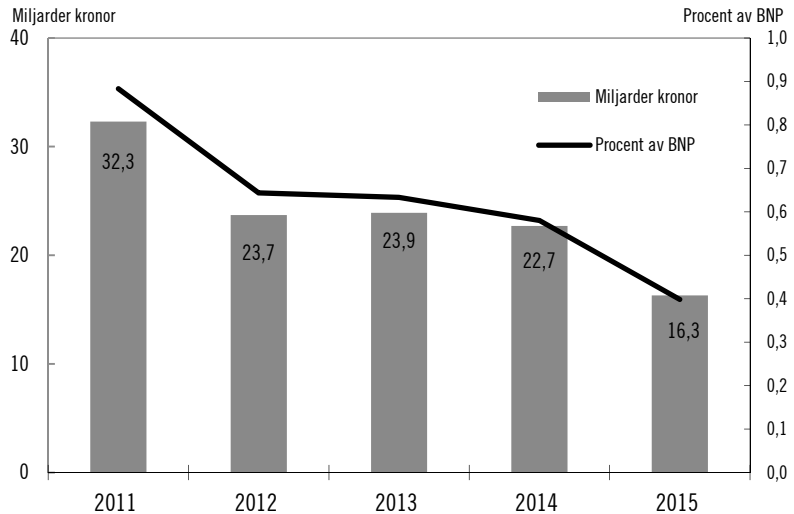
För år 2015 anvisades 29,2 miljarder kronor på anslaget, utfallet detta år blev 21,8 miljarder kronor. De allt lägre marknadsräntorna fortsatte att minska statens räntebetalningar dels via ränteswappar, dels genom att äldre lån ersatts med nya där kupongräntan (räntebetalningarna) är lägre. Den viktigaste förklaringen till att räntebetalningarna blev högre 2015 än 2014 var att valutakurseffekterna verkade åt motsatt håll detta år. Bland annat uppstod kursförluster i schweiziska franc på omkring 5 miljarder kronor som en följd av att den schweiziska centralbanken i januari 2015 beslutade att överge kopplingen till euron. Under 2015 uppstod även valutakursförluster i amerikanska dollar och i brittiska pund.

Tabell 3.1 Utgiftsmässiga statsskuld räntor på statens budget

<i>Miljarder kronor</i>	2011	2012	2013	2014	2015
Inhemska räntor	29,3	28,9	22,7	24,6	23,0
Utländska räntor	2,2	2,3	0,8	0,7	-0,1
Över/underkurser vid emission	-6,0	-9,5	0,8	-16,7	-18,9
Summa räntor	25,5	21,7	24,3	8,7	4,0
Räntor på in/utlåning	-4,6	-4,0	-3,5	-4,0	-3,8
Valutaförluster/vinster	3,7	-2,9	-10,2	-5,0	10,2
Kursförluster/vinster	9,8	12,5	6,1	3,6	11,4
Övrigt	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Summa ränteutgifter	34,4	27,3	16,7	3,2	21,8

I tabellen 3.1 redovisas de utgiftsmässiga statsskuld räntorna som belastar statens budget (utgiftsområde 26). Ränteutgifterna påverkar statens lånebehov, men ligger utanför utgiftstaket för staten. Som framgår av tabellen varierar utgifterna betydligt mellan åren till följd av tillfälliga effekter i form av över- och underkurser samt valuta- och kursvinster och förluster.

De statsskuld räntor som påverkar den offentliga sektorns finansiella sparande redovisas i nationalräkenskapstermer och definieras av EU-regler. Måttet påverkas inte av tillfälliga effekter, eftersom detta mått är kostnadsmässigt. I figur 3.1 redovisas de statsskuld räntor som belastar den offentliga sektorns finansiella sparande under utvärderingsperioden. Av figuren framgår att räntekostnaderna halverats från 32,3 miljarder kronor 2011 till 16,3 miljarder kronor 2015. I förhållande till BNP har andelen minskat från 0,9 till 0,4 procent.

Figur 3.1 Statsskuldräntor som påverkar den offentliga sektorns finansiella sparande⁴

Källa: Riksgäldskontoret

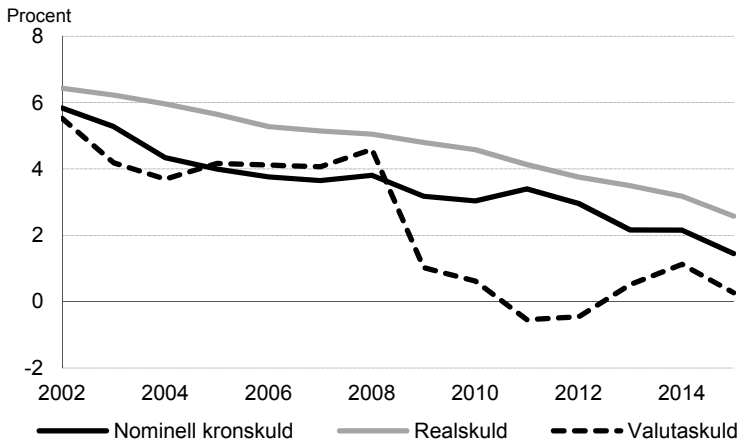
Periodiserad kostnad

Riksgäldskontoret redovisar även periodiserad kostnad per skuldslag uttryckt i procent. Den periodiserade kostnaden innehåller alla komponenter som påverkar kostnaden för statsskuden: räntor, inflationskompensation och valutakursförändringar. Till denna redovisning beräknas kostnaden för en viss tidsperiod genom att de belopp som lånats ställs i relation till de kassaflöden som kommer att betalas i framtiden med hänsyn tagen till när i tiden detta sker. För realskulden, valutaskulden och swappar är de framtida kassaflödena okända. Därför antas den framtida inflationen följa den s.k. break-eveninflationen, dvs. den inflation som kan härledas från marknadens prissättning av realobligationer relativt statsobligationer. I beräkningarna antas framtida valutakurser och korträntor ligga kvar på samma nivå som vid slutet av 2015.

Metoden innebär att antagandena efter hand ersätts med faktiska utfall, vilket innebär att kostnaden bakåt i tiden revideras. Kostnaden bakåt i tiden påverkas även när Riksgäldskontoret återköper statspapper, eftersom vinster eller förluster då realiserar och ersätter antagandet om att alla lån hålls till förfall. Kostnaden för varje instrument periodiseras jämnt över dess löptid. För exempelvis ett valutalån innebär det att dagliga valutakursförändringar inte påverkar kostnaden om de inte realiserar. Det är bara de valutakurser som påverkar de faktiska kassaflödena som har effekt på kostnaden.

⁴ Uppgifterna motsvarar de siffror som Riksgäldskontoret lämnat till SCB och ESV för beräkning av s.k. NR-räntor. I dessa siffror tas räntor på derivat, kursvinst/förlust och inomstatliga räntor inom statens internbank inte med.

Figur 3.2 Periodiserad kostnad för samtliga skuldslag⁵



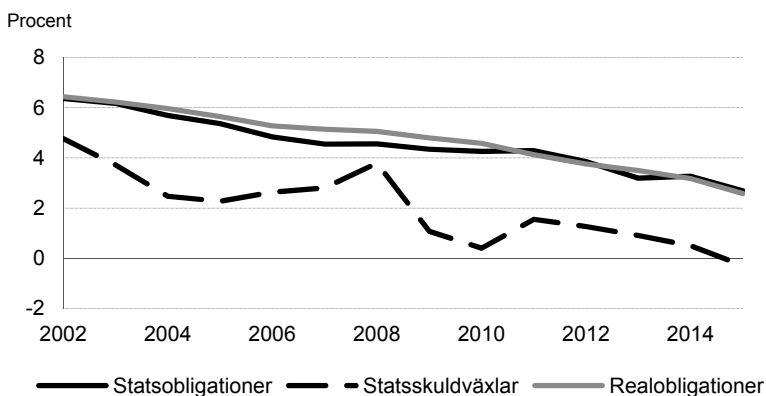
Källa: Riksgäldskontoret

Som framgår av figur 3.2 har den periodiserade kostnaden fallit för samtliga skuldslag sedan 2002. För den nominella kronskulden var kostnaden 1,5 procent under 2015. För den reala kronskulden var kostnaden samma år 2,6 procent. Skälet till att kostnaden för den reala kronskulden varit högre än för den nominella kronskulden är främst att löptiden i den reala kronskulden är längre. Detta innebär att den reala skulden innehåller en större del lån som togs upp för länge sedan till betydligt högre räntor.

För valutaskulden har den periodiserade kostnaden varit lägre än för övriga skuldslag. För 2015 var kostnaden för valutaskulden 0,3 procent. Förklaringen är att löptiden är kortast i detta skuldslag. De fallande marknadsräntorna har därför fått ett snabbare genomslag på räntekostnaden. Kronkursens utveckling har också stor betydelse för valutaskuldens kostnader vilket är en viktig förklaring till kostnadsvariationerna mellan åren (figur 3.2).

Den periodiserade kostnaden beräknas även för olika statspapper. Eftersom marknadsräntorna fallit och statsskuldväxlar har kortast löptid, visar detta upplåningsinstrument lägst kostnad. Under 2015 var kostnaden negativ, -0,3 procent. För nominella obligationer var den 2,7 procent och för realobligationer 2,6 procent (figur 3.3).

⁵ I kostnadsberäkningen för valutaskulden ingår obligationer i utländsk valuta samt de ben i swappar som är denominerade i utländsk valuta.

Figur 3.3 Periodiserad kostnad för olika statspapper

Källa: Riksgäldskontoret

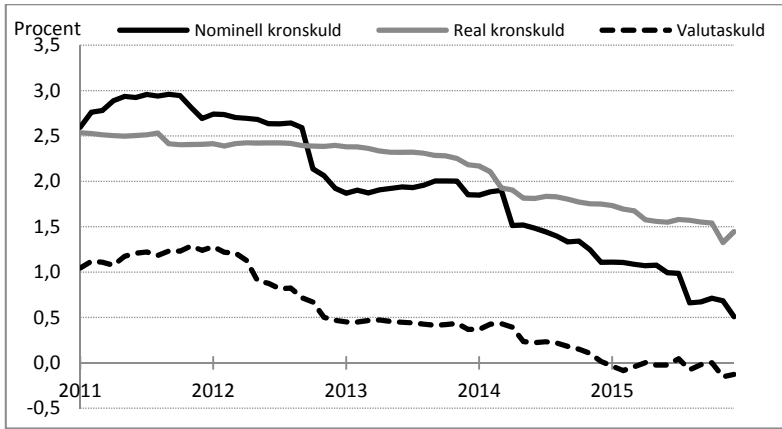
Genomsnittliga emissionsräntor

Det övergripande kostnadsmåttet för styrning och uppföljning av statsskuldshöjningen är den genomsnittliga emissionsräntan.⁶ Med emissionsränta avses den ränta (eller yield) som staten vid emissions-tillfället lånade till. Genomsnittet för respektive skuldslag beräknas genom att väga samman alla enskilda emissionsräntor med respektive utestående volym. Kostnads måttet fördelar räntebetalningarna jämnt över instrumentets löptid.

De genomsnittliga emissionsräntorna har fallit i takt med den allmänna räntenedgången. För nominell kronskuld har den årliga genomsnittliga emissionsräntan fallit från 2,5 procent vid utvärderingsperiodens början till 0,5 procent vid periodens slut. Den genomsnittliga emissionsräntan för real kronskuld har fallit från 2,5 till 1,5 procent och för valutaskulden från 1 till strax under 1 procent. De olika skuldslagen är dock inte helt jämförbara i kostnadstermer. Löptiden skiljer sig åt vilket påverkar både kostnad och risk. För realskulden tillkommer även inflationskompensation, medan kostnaden för valutaskulden påverkas av valutakursutvecklingen.

⁶ 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-/underkurser periodiseras därmed jämnt över löptiden. Den genomsnittliga emissionsräntan är därmed ett ändamålsenligt mått på statsskuldens kostnad, särskilt när instrumentet behålls till förfall.

Figur 3.4 Genomsnittlig emissionsränta



Källa: Riksgäldskontoret

3.2 Risker i statsskuldsförvaltningen

Risken i statsskuden definieras på övergripande nivå som dess bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskuden. En lägre statsskuld, som för med sig lägre kostnader, bidrar till en lägre risk eftersom variationen i kostnaderna (uttryckt i kronor) minskar när skuden 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.

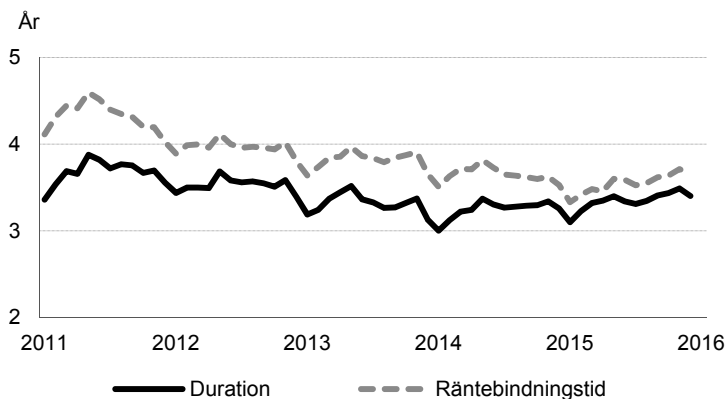
Det finns inte något enskilt mått som beskriver den sammantagna risken i statsskuldsförvaltningen. I stället redovisas olika typer av risker, varav de främsta är *ränteomsättningsrisk*, *refinansieringsrisk* och *finansieringsrisk* samt *motpartsrisk*. Riskerna i statsskuldsförvaltningen begränsas på flera olika sätt i regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård. Starka och hållbara statsfinanser utgör den bästa försäkringen mot både refinansierings- och finansieringsrisk.

Ränteomsättningsrisk

Med ränteomsättningsrisk menas att räntan på skuden snabbt stiger om marknadsräntorna rör sig uppåt. Ju större andel av skuden som består av korta och rörliga lån desto känsligare blir skuden för förändrade marknadsräntor. Kort upplåning är i regel billigare än lång upplåning. Avvägningen mellan kostnad och risk fastställs av regeringen i de årliga riktlinjerna genom riktvärden för löptiden i de olika skudslagen (avsnitt 4.2). Inom ramen för riktlinjerna fattar Riksgäldskontoret beslut om hur löptidsriktvärdena ska uppnås för de enskilda skudslagen.

I figur 3.5 visas löptiden för hela statsskuden i termer av duration och räntebindningstid.

Figur 3.5 Löptid för hela statsskulden i termer av duration och genomsnittlig räntebindningstid



Källa: Riksgäldskontoret

Av figur 3.5 framgår att löptiden i termer av duration har legat runt 3,5 år under hela utvärderingsperioden. Detta övergripande mått bör dock tolkas med viss försiktighet, eftersom den genomsnittliga räntebindningstiden kan uppnås på olika sätt.

Det onormalt låga ränteläget har gjort att både ränteutgifter och räntekostnader för statsskulden minskat betydligt under utvärderingsperioden. Samtidigt har statsskulden ökat. Om räntorna återgår till nivåer som historiskt varit mer normala, kommer statsskuld räntornas belastning på statens budget att öka kraftigt. En återgång till räntenivån som rådde 2003–2008, då räntan på en 10-årig statsobligation var 4-4,5 procent, skulle på lång sikt leda till att räntekostnaderna uppgår till 50 miljarder kronor jämfört med 7 miljarder kronor för 2015. Det enda sättet att minska risken att räntekostnaderna ökar, i en situation då räntenivåerna stiger, är att kraftigt förlänga löptiden på statsskulden. En sådan strategi skulle leda till högre kostnader initialt men långsammare kostnadsökning i det fall att räntorna stiger. För närvarande är intresset av riktigt långa obligationer begränsat, vilket skulle medföra stora initiala kostnader för ett sådant strategiskifte (se avsnitt 4.2).

Refinansieringsrisk och finansieringsrisk

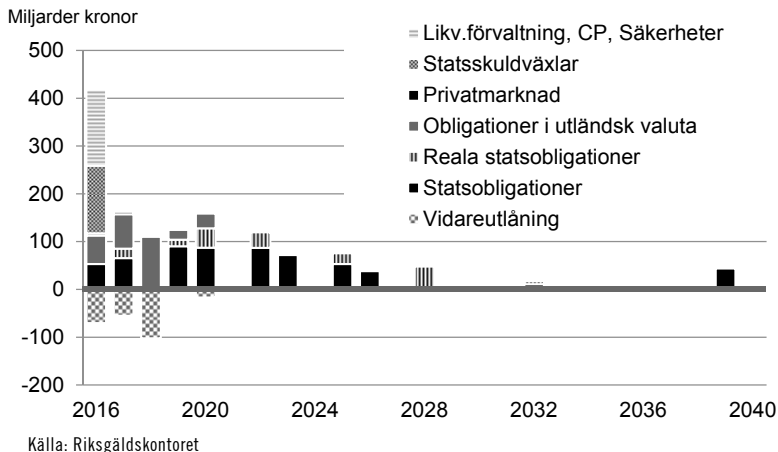
Refinansieringsrisk avser risken att staten inte lyckas låna för att ersätta de lån som förfaller. En något vidare tolkning inkluderar även risken att staten måste betala mycket höga räntor för att investerare ska vara villiga att låna ut pengar. Refinansieringsrisken framträder i regel när statsfinanserna 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 emittera små volymer i regelbundna auktioner sprids upplåningen ut över tiden. Detta minskar refinansieringsrisken samtidigt som ränteläget vid en enskild tidpunkt får mindre genomslag på upplåningskostnaden. Upplåningen görs främst i tioåriga statsobligationer, där efterfrågan är

som störst. Genom att swappa en viss del av den tioåriga obligationsupplåningen till kortare räntebindningstid kan Riksgäldskontoret sänka den förväntade kostnaden samtidigt som refinansieringsrisken är opåverkad. En annan åtgärd som minskat refinansieringsrisken är att en viss upplåning även gjorts på längre löptider än tolv år. Detta har spridit upplåningen över en längre tidsperiod. Genom upplåning i utländsk valuta har Riksgäldskontoret en utvecklad kanal till de internationella kapitalmarknaderna. Denna lånekanal ger möjlighet att låna upp stora volymer på kort tid. Sedan 2013 framgår det av riktlinjerna att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden. Sådan hänsyn togs dock även tidigare. Från 2015 finns en riktlinje om att upplåningen ska bedrivas så att en bred investeraras 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 3.6 visas förfalloprofilen inklusive fordringar som förfaller i form av vidareutlåning till Riksbanken. Fordringarna matchar i hög utsträckning obligationslånen i utländsk valuta.

Figur 3.6 Förfalloprofil i december 2015

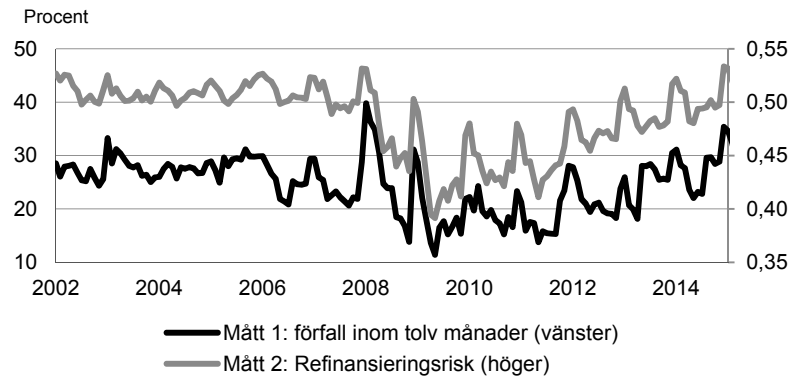


Som framgår av figuren förfaller en stor del av skulden under det närmaste året. Det beror på den omfattande likviditetsförvaltningen och hanteringen av säsongsmässiga svängningar i nettolånebehovet. De kortfristiga förfallen är som störst vid årsskiftet, eftersom en stor del av statens betalningar infaller under december månad. Till en början finansieras betalningarna med penningmarknadsupplåning för att gradvis ersättas av upplåning med längre löptider (se avsnitt 5.5). Bortsett från penningmarknadsupplåningen är förfalloprofilen förhållandevis jämn upp till tio år. 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 3.7 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 årsskiften.

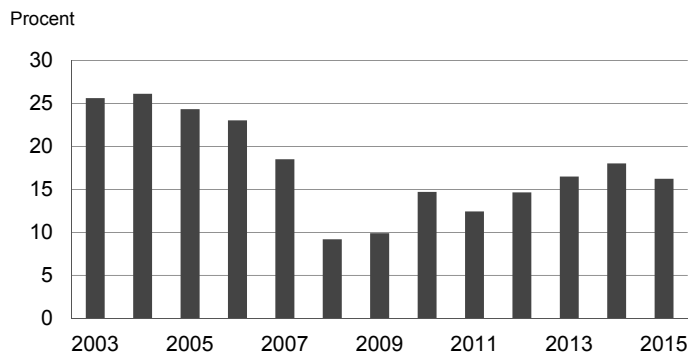
Figur 3.7 Refinansieringsrisk



Källa: Riksgäldskontoret

Ett annat sätt att bedöma refinansieringsrisken är att mäta hur stor del av statsskulden som finansieras på penningmarknaden (figur 3.8). I detta mått ingår inte obligationer med kortare löptid än tolv månader, vilket inkluderas i måtten i figur 3.7.

Figur 3.8 Andel statsskuld som finansierats på penningmarknaden⁷



Källa: Riksgäldskontoret

⁷ Årsgenomsnitt baserat på månadsdata.

Motpartsrisk

Med motpartsrisk avses risken att motparten i en transaktion inte kan fullgöra sina betalningsförpliktelser, eller förpliktelser att leverera andra säkerheter. Motpartsrisiker 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. Minimikrav på motpartens kreditbetyg fastställs inom ramen för Riksgäldskontorets finans- och riskpolicy.

Likviditetsförvaltningens roll är att säkerställa att staten alltid kan fullgöra sina betalningar (se avsnitt 5.5). 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 samt för att ta positioner inom den löpande positionstagningen (se avsnitt 5.7). Transaktioner kan antingen avvecklas bilateralt eller genom central motpartsclearing.

För att Riksgäldskontoret ska kunna handla derivatinstrument som inte clearas centralt 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. Riksgäldskontorets 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.

Under 2015 inträffade inga väsentliga händelser som fick påverkan på Riksgäldskontorets kreditrisk. Motpartsrisken påverkades dock av att ett antal motparter fick höjt respektive sänkt kreditbetyg. Två motparter fick sina kreditbetyg sänkta till under Riksgäldskontorets lägsta tillåtna nivå (A-). Med dessa fanns utestående affärer vid tillfället för sänkningen. Baserat på en avvägning mellan kostnaden för att stänga de utestående affärerna i förtid och risken med att behålla affärerna beslutade Riksgäldskontoret att behålla dem.

4 Redovisning av regeringens riktlinjebeslut och Riksgäldskontorets tillämpning av besluten

Nedan följer en sammanställning av regeringens riktlinjer för statskuldens förvaltning under perioden 2011–2015. I anslutning till respektive riktlinjeområde redovisas Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna samt regeringens bedömning av tillämpningen. Till utvärderingen har regeringen liksom tidigare inhämtat komplement till regeringens egen utvärdering. Ekonomistyrningsverket (ESV) har bistått regeringen i detta arbete. ESV:s rapport finns i sin helhet i bilagan.

Regeringen ska besluta om riktlinjer för statskuldens förvaltning senast den 15 november året innan riktlinjerna ska tillämpas. Riksgäldskontoret ska lämna förslag till riktlinjer senast den 1 oktober. Regeringen har möjlighet ändra riktlinjerna mellan de ordinarie riktlinjebesluten. Detta skedde i mars 2015 då intervallet för den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ändrades (se avsnitt 4.2). Av Riksbankens yttrande avseende Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer framgår att Riksbanken anser att förslagen är förenliga med de krav som penningpolitiken ställer. Riksbanken har, ur ett penningpolitiskt perspektiv, inte något att invända mot Riksgäldskontorets riktlinjeförslag under utvärderingsperioden.

4.1 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Regeringens riktlinjebeslut: Under perioden 2011–2014 styrdes statsskuldens sammansättning mot andelarna 15 procent valutaskuld och 25 procent realskuld. Resterande del bestod av nominell kronskuld. I riktlinjerna för 2015 ändrades styrningen för valutaskulden så att valutaexponeringen gradvis ska minska de närmaste åren. Den årliga minskningstakten begränsades av ett tak på 30 miljarder kronor per år och planerades uppgå till 20 miljarder kronor per år. I riktlinjerna för 2015 infördes nya principer för att beräkna statsskuldens löptid och andelar. Den faktiska andelen real kronskuld behölls oförändrad, men bytet av mått innebar att andelen sänktes från 25 till 20 procent.

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har styrt valutaskulden och den reala kronskulden i enlighet med regeringens riktlinjer. De avvikelser från målandelarna som uppkommit bedöms som rimliga ur ett kostnadsperspektiv. Riksgäldskontoret bör dock tydligare än hittills redovisa skälen för förväntade avvikelser från den målsatta långsiktiga andelen real kronskuld.

Syftet med att fördela statsskulden på flera skuldslag är att minska risken utan att öka kostnaderna. Fördelningen på olika skuldslag gör att skulden blir något mindre känslig för enskilda riskfaktorer som förändringar i inflation och valutakurser.

Bakgrund

Regeringens styrning under perioden 2011–2014

Regeringen har under åren 2011–2014 styrt statsskuldens sammansättning mot 15 procent valutaskuld och 25 procent real kronskuld. Återstoden har utgjorts av nominell kronskuld. Ett styrintervall på ± 2 procentenheter har tillämpats runt valutaskuldens måandel för att undvika kostnader för justering av tillfälliga valutakursförändringar. Målandelarna byggde i första hand på Riksgäldskontorets analys i riktlinjeförslaget för 2005 och var oförändrade under perioden 2007–2014.

Nya beräkningsprinciper för andelsberäkning från 2015

I riktlinjerna för 2015 ändrades principerna för att beräkna statsskuldens löptid och andelar. Som mått för att beräkna statsskuldens andelar ersatte nominellt belopp det tidigare måttet statsskuldens summerade kassaflöden. Som en konsekvens av detta sänktes den långsiktiga målandelen för den reala kronskulden från 25 till 20 procent. Den faktiska andelen var dock oförändrad. Bytet av beräkningsprinciper och mått gjordes i syfte att öka transparensen i statsskultsförvaltningen och för att förenkla redovisningen.

Minskad valutaexponering för valutaskulden från 2015

Efter ett flerårigt analysarbete ändrades styrningen av valutaskulden i riktlinjerna för 2015. Regeringen beslutade då att exponeringen i valutaskulden gradvis ska minska. Minskningen planeras uppgå till 20 miljarder kronor per år och begränsas av ett tak på 30 miljarder kronor per år. Beslutet av minskningstaktens storlek baserades på att låta den valutaexponering som skapats genom att swappa obligationsupplåning i kronor till kort skuld i utländsk valuta förfalla.

Tabell 4.1 Styrning av statsskuldens sammansättning 2015

Valutaskuld	Minskning med högst 30 mdkr per år
Måandel real kronskuld	20 % (motsvarar 25 % enligt tidigare mått)
Nominell kronskuld ska utgöra resterande andel	

Källa: Finansdepartementet

Den ändrade styrningen av valutaskulden motiverades av att det inte finns tillräckligt stöd för att valutaexponering ger lägre förväntade kostnader samtidigt som exponering mot andra valutor skapar valutarisk. En mindre valutaandel minskar kronkursens betydelse för statsskuldens kostnad, eftersom den absoluta merparten av statens inkomster är i kronor. Genom att minska valutaexponeringen reduceras således riskerna utan att de förväntade kostnaderna ökar. Bakom beslutet låg bl.a. empiriska studier som Riksgäldskontoret genomfört utifrån data för perioden 1993–2013. Slutsaten om att det inte finns tillräckligt starka belägg för en långsiktig kostnadsbesparing med valutaexponering styrktes även av den granskning som ESV gjorde till skrivelsen Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2009–2013 (skr. 2013/14:196). ESV:s slutsats var att valutarörelser tenderar att vara den viktigaste faktorn för hur lönsamt det är att låna i utländsk valuta.

Ur ett historiskt perspektiv är den beslutade minskningstakten begränsad, då den rymms inom det tidigare styrintervall på ± 2 procentenheter som valutaskulden tillätits fluktuera inom. Av riktlinjebeslutet för 2015 framgick att minskningstakten kan komma att ändras beroende på vilket beslut som fattas angående förslaget om att terminssäkra Riksbankens valutareserv hos Riksgäldskontoret. Förslaget om terminssäkring finns med i utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (SOU 2013:9). Frågan bereds för närvarande i Regeringskansliet.

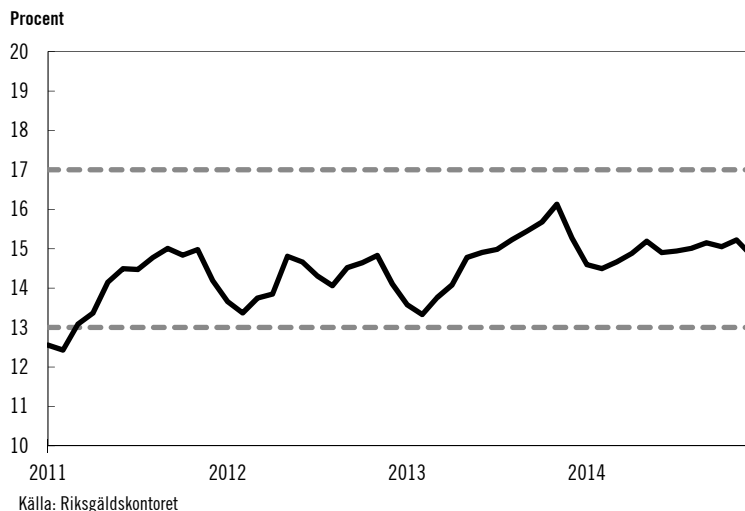
Den beslutade minskningstakten bedömdes inte påverka Riksgäldskontorets tillgång till de internationella kapitalmarknaderna eller kronans växelkurs. För att tydliggöra att Riksgäldskontoret ska säkerställa låneberedskapen i utländsk valuta kompletterades riktlinjerna med en punkt om att ”Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla god låneberedskap”.

Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna för statsskuldens sammansättning i termer av andelar

Valutaskuld

Under perioden 2011–2014 har andelen valutaskuld hållits inom styrintervall ± 2 procentenheter i förhållande till målandelen 15 procent, bortsett från första kvartalet 2011 då andelen som lägst var 12,4 procent. Den tillfälligt låga andelen berodde på den kraftiga kronförstärkningen under hösten 2010 samt av att lånebehovet var särskilt stort runt årsskiftet 2010/2011. I figur 4.1 framgår hur andelen valutaskuld har förhållit sig till styrintervall under perioden 2011–2014.

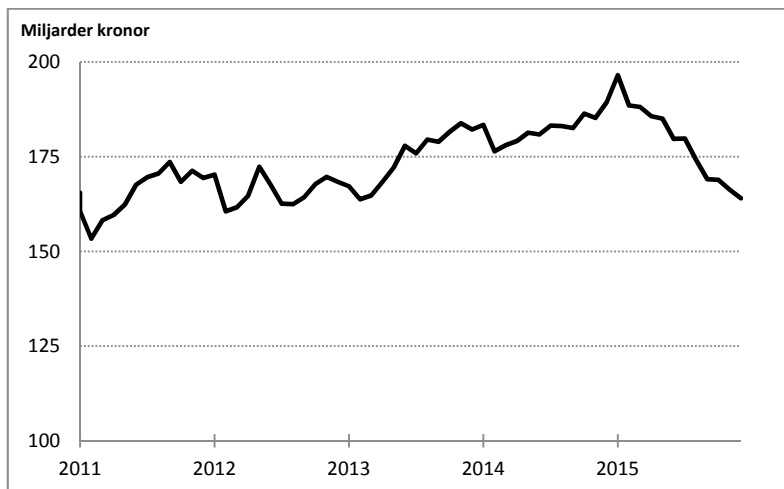
Figur 4.1 Valutaskuldens andel och styrintervall 2011–2014



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 28 miljarder kronor under 2015. Minskningen genomfördes främst genom att Riksgäldskontoret växlade japanska yen för motsvarande 22 miljarder kronor (beräknat med valutakursen vid årets slut). Riksgäldskontoret bedömde att minskningen i japanska yen var det mest effektiva sättet att minska risken i valutaskulden. Växlingarna gjordes i jämn takt under året för att undvika att de skulle ske vid ett fåtal ogynnsamma tillfällen. I figur 4.2 redovisas valutaskulden till aktuell valutakurs under hela utvärderingsperioden. Som framgår var valutaskulden (exklusive vidareutlåning) runt 160 miljarder kronor både vid utvärderingens början och slut. I avsnitt 5.6 finns en faktaruta om på vilka sätt Riksgäldskontoret lånar i utländsk valuta.

Figur 4.2 Valutaskuld till aktuell valutakurs



Källa: Riksgäldskontoret

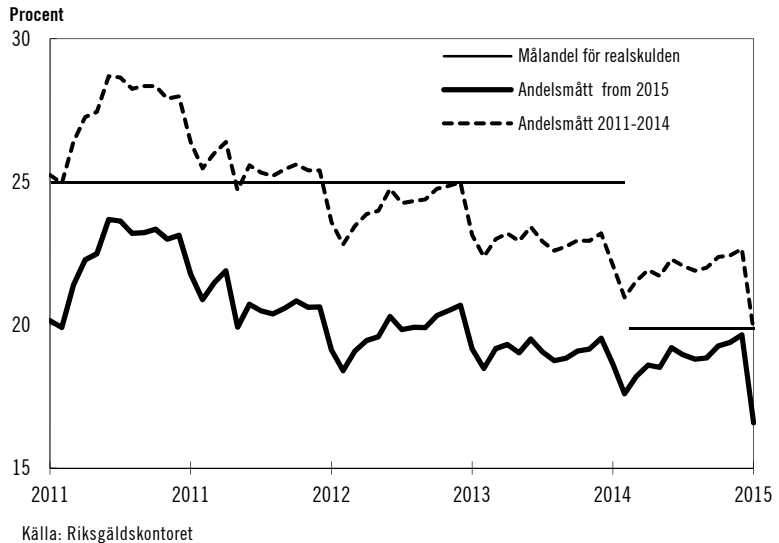
Real kronskuld

Under perioden 2011–2014 var andelen real kronskuld i genomsnitt 20,5 procent. Som högst var andelen 28,7 procent och som lägst 22,1 procent (figur 4.3). Detta innebär att andelen som mest var 3,7 procentenheter högre respektive 2,9 procentenheter lägre än den för perioden gällande långsiktiga målandelen på 25 procent. För att sänka andelen real kronskuld när andelen var som högst under 2011 minskade Riksgäldskontoret emissionerna i realobligationer från 9 till 6 miljarder kronor på helåret. Anledningen till att emissionerna inte sänktes mer var risken för att likviditeten i realobligationsmarknaden skulle försämrans. När andelen real kronskuld låg under den långsiktiga målandelen 2013 ökade Riksgäldskontoret emissionsvolymerna från 9 till 12 miljarder kronor för 2013 och från 9 till 15 miljarder kronor för 2014.

För 2015 ändrades beräkningsprinciperna för statskulden andelar, vilket medförde att målandelen för den reala kronskulden sänktes från 25 till 20 procent. Med det nya beräkningssättet uppgick andelen real kronskuld till 18,6 procent i genomsnitt under 2015. Under 2015 uppgick

andelen real kronsskuld som högst till 19,7 procent och som lägst till 16,6 procent. Den lägsta andelen under året uppkom liksom tidigare i december då lånebehovet och statsskulden säsongsmässigt är som störst. En bidragande förklaring var också att ett realobligationslån på 23 miljarder kronor löpte till förfall i december 2015.

Figur 4.3 Andelen real kronsskuld och den långsiktiga målandelen



Skälen för regeringens bedömning: Under perioden 2011–2014 hölls valutaskuldens andel inom styrintervall ± 2 procentenheter i förhållande till målandelen på 15 procent, bortsett från första kvartalet 2011. Den tillfälligt låga andelen (12,4 procent) under det första kvartalet 2011 var en följd av att kronan stärktes kraftigt under hösten 2010 samt av att lånebehovet var särskilt stort runt årsskiftet 2010/2011. I riktlinjerna för 2015 ersattes den tidigare andelsstyrningen med en styrning som innebär att valutaexponeringen i statsskulden gradvis ska minska de närmaste åren. Under 2015 minskade valutaskulden med 28 miljarder kronor (exklusive förändringar i kronans valutakurs). I riktlinjerna framgick att minskning som högst fick uppgå till 30 miljarder kronor under 2015.

Under perioden 2011–2014 var andelen real kronsskuld som mest 28,7 procent och som lägst 22,1 procent. I riktlinjerna framgick att den långsiktiga målandelen nämnda år skulle vara 25 procent. De nya beräkningsprinciper som infördes 2015 innebar att den långsiktiga målandelen sänktes från 25 till 20 procent. År 2015 var andelen real kronsskuld i genomsnitt 18,6 procent (19,7 procent som högst och 16,6 procent som lägst). Svårigheterna med att styra andelen real kronsskuld är väl kända sedan tidigare. För att uppnå målandelen vid stora förändringar i lånebehovet och statsskuldens storlek krävs betydande ändringar av den utestående volymen reala kronobligationer. Sådana ändringar är svåra att genomföra utan att kostnaderna för upplåningen ökar. Det är exempelvis svårt att kostnadseffektivt genomföra stora byten mellan reala och nominella statsobligationer när marknadsaktörerna vet att bytet måste

göras oberoende av pris. Möjligheten att anpassa realskuldens storlek med hjälp av derivatinstrument på samma sätt som för valutaskulden saknas. Avvikelser från den långsiktiga målandelen bedöms därmed som rimliga ur ett kostnadsperspektiv. I det fall andelen real kronskuld även fortsättningsvis bedöms avvika från den långsiktiga målandelen bör Riksgäldskontoret i sitt förslag till riktlinjer tydligare än hittills redovisa skälen för detta.

4.2 Statsskuldens löptid

Regeringens riktlinjebeslut: Styrningen har tagit sikte på en i stort oförändrad löptid under utvärderingsperioden. Tekniken för styrningen har dock ändrats. I riktlinjerna för 2012 infördes ett löptidsintervall för nominell kronskuld med upp till 12 år till förfall, vilket ökade flexibiliteten i styrningen. För nominell kronskuld med mer än 12 år till förfall ersattes samtidigt det tidigare volymbaserade taket med ett riktvärde på 60 miljarder kronor. År 2013 höjdes detta riktmärke till 70 miljarder kronor. Samma år kompletterades riktlinjerna så att det uttryckligen framgår att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisken i förvaltningen av statsskulden. I riktlinjerna för 2015 infördes nya principer för att beräkna statsskuldens löptid. Bytet av löptidsmätt innebar att styrintervallen för nominell kronskuld med upp till 12 år och real kronskuld sänktes. Samma år gjordes förtydliganden i riktlinjerna om att Riksgäldskontoret ska upprätthålla en god låneberedskap i utländsk valuta.

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets styrning av löptiden i statsskulden har följt regeringens riktlinjer. De kostnadsargument som Riksgäldskontoret anfört kring avvikelserna från volymriktmärket för nominella obligationer med längre löptid än 12 år är rimliga utifrån det statsskuldspolitiska målet.

Bakgrund

Regeringens styrning av statsskuldens löptid

Löptiden i statsskulden speglar i stor utsträckning avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldsvärdningen. Avvägningen bygger på att räntan på kortare löptider i regel är lägre än på långa löptider samtidigt som variationen i räntekostnaderna ökar när löptiden är kortare. En kortare upplåning innebär att en större del av skulden omsätts varje år till på förhand okända villkor.

Löptiden i de enskilda skuldslagen styrs var för sig. Strategin innebär att upplåningen görs på längre löptid i den reala och nominella kronskulden och på kortare löptider i valutaskulden. På så sätt kan en likvid marknad upprätthållas för svenska nominella obligationer samtidigt som den kortare valutaskulden möjliggör lägre räntekostnader i förhållande till ränteomsättningsrisken då valutaskulden består av flera olika valutor. Tillgången till en bred och djup derivatmarknad gör det också praktiskt möjligt att uppnå en kort löptid i valutaskulden. Realobligationer är till sin natur ett långt instrument varför löptiden i den reala kronskulden är längre.

Regeringens styrning av statsskuldens faktiska löptid har i stort varit oförändrad under perioden 2011–2015. Flexibiliteten i styrningen ökade något i riktlinjerna för 2012. I riktlinjerna för 2015 infördes nya principer för att beräkna statsskuldens löptid och andelar. Duration ersatte det tidigare löptidsmättet genomsnittlig räntebindningstid. Som en konsekvens av bytet av löptidsmått justerades löptidsintervallen för den reala kronskulden och för den nominella kronskulden med instrument upp till tolv år. Den faktiska löptiden behölls dock oförändrad.

Tabell 4.2 Statsskuldens löptid, uttryckt i år

	2011	2012	2013	2014	2015 ⁸
Valutaskuld	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Realkronskuld	8–10	7–10	7–10	7–10	6–9
Nominell skuld					
upp till 12 år till förfall	3,1	2,7–3,2	2,7–3,2	2,7–3,2	2,6–3,1 ⁹
mer än 12 år till förfall ¹⁰	65 mdkr	60 mdkr	70 mdkr	70 mdkr	70 mdkr

Källa: Finansdepartementet

Löptiden i valutaskulden

Valutaskuldens räntebindningstid har styrts mot riktvärdet 0,125 år under hela utvärderingsperioden. Löptidsriktvärdet ändrades inte i samband med att löptidsmättet byttes 2015. Eftersom löptiden för valutaskulden är kort blir skillnaden mellan det nya och det gamla måttet försumbar.

Den korta räntebindningstiden bedöms som ändamålsenlig i termer av kostnad och risk. Valutaskulden sprids på flera valutor samtidigt som andelen är begränsad till 15 procent av den totala statsskulden. Tillgången till en bred och djup derivatmarknad gör det också praktiskt möjligt att uppnå en kort räntebindningstid i detta skuldslag.

Löptiden i den reala kronskulden

I riktlinjerna för 2011 gjordes löptidsstyrning för den reala kronskulden mer flexibel genom att ett intervall infördes. Det tidigare preliminära löptidsriktvärdet för 2011 var 8,7 år och låg inom det nya styrintervall på 8–10 år. Ändringen gjordes av kostnadsskäl, eftersom en ökad flexibilitet gör det möjligt för Riksgäldskontoret att ta större hänsyn till marknadsläget i samband med emissioner. Under 2012–2014 var styrintervall för löptiden i den reala kronskulden 7–10 år. Som en konsekvens av att löptidsmättet ändrades i riktlinjerna för 2015 sänktes

⁸ I riktlinjebeslutet för 2015 ersatte duration det tidigare löptidsmättet genomsnittlig räntebindningstid. Som konsekvens av löptidsmåttsbytet 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.

⁹ 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.

¹⁰ Utestående maxvolym 2011, riktvärde för utestående volym 2012–2015.

intervallet för löptiden i den reala kronskulden med ett år till 6–9 år. Den faktiska löptiden var dock oförändrad. Skr. 2015/16:104

Löptiden i den nominella kronskulden

Löptidsstyrningen av den nominella kronskulden delas sedan 2010 upp på instrument med kortare respektive längre tid till förfall än tolv år. I riktlinjerna för 2011 beslutades att riktvärdet för instrument med upp till tolv år till förfall skulle vara 3,1 år, medan instrument med mer än tolv år till förfall skulle begränsas med ett tak på 65 miljarder kronor. Riktlinjebeslutet för 2012 innebar en ökad fokusering på robustheten i statsskultsförvaltningen. Bakgrunden var den stora osäkerhet som rådde till följd av statsfinansiella problem i vissa europeiska länder och de erfarenheter som andra länder gjort i sin refinansiering av förfallande lån. Regeringen såg därför skäl att sprida statsskuldens förfall över en längre tidsperiod. För instrument i nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall ersattes därför det tidigare takbeloppet på 65 miljarder kronor med ett riktvärde på 60 miljarder kronor. Samtidigt ersattes det tidigare löptidsriktvärdet för nominell kronskuld med upp till tolv år till förfall på 3,1 år med ett intervall på 2,7–3,2 år. Intervallet infördes av effektivitets- och kostnadsskäl, eftersom styrningen i termer av andelar och löptid försvåras i perioder när lånebehovet är litet och statsskulden minskar.

I riktlinjebeslutet för 2013 behölls intervallet för den nominella kronskulden med upp till tolv år till förfall på 2,7–3,2 år, medan riktvärdet för instrument i nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall höjdes till 70 miljarder kronor.¹¹ Höjningen syftade till att öka volymen skuld i de långa löptidssegmenten och därmed i viss utsträckning minska refinansieringsrisken i statsskulden. I riktlinjebeslutet framgick att riktmärket ska betraktas som långsiktigt och att ökningstakten i förhållande till riktvärdet ska vägas mot kostnad och risk för upplåning i andra löptider samt utvecklingen i efterfrågan på långa obligationer. Av riktlinjebeslutet för 2013 framgick också att Riksgäldskontoret ska beakta den statsfinansiella utvecklingen på så sätt att ett ökat lånebehov kan leda till att det långsiktiga riktmärket uppnås tidigare än annars. I riktlinjerna för 2014 infördes ett förtydligande om att riktvärdet för den utestående volymen instrument med mer än tolv år till förfall ska vara långsiktigt. Tidigare hade ordet långsiktigt endast framgått av motivtexten. I riktlinjerna för 2015 medförde bytet av löptidsmätt att intervallet för instrument med upp till tolv år till förfall sänktes med 0,4 år, från 2,7–3,2 år till 2,3–2,8 år. I mars 2015 höjdes intervallet med 0,3 år för att återställa styrningen till samma risknivå som i riktlinjebeslutet för 2015. 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.

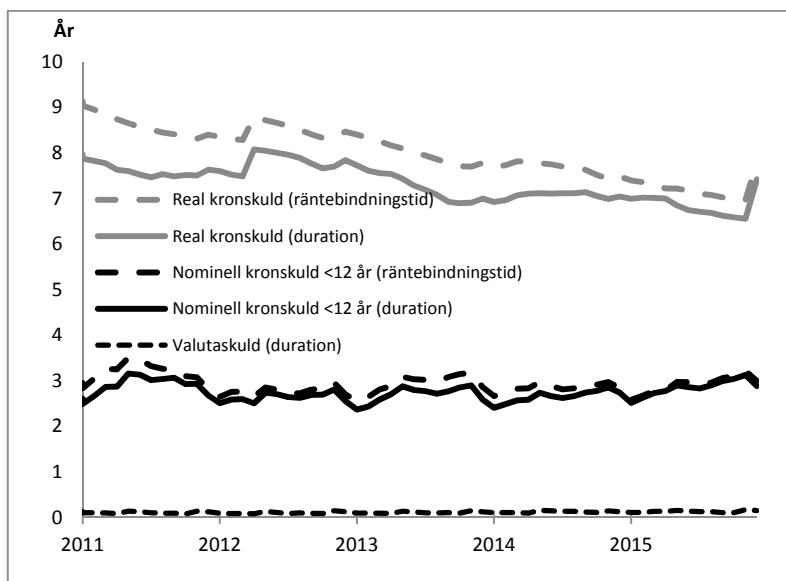
¹¹ I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2013 föreslogs att riktvärdet på 60 miljarder kronor för instrument i nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall skulle vara oförändrat.

Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna för statsskuldens löptid

Förutsättningarna för att styra löptiden skiljer sig åt mellan de tre skuldslagen. För valutaskulden kan löptiden styras med derivat på den internationella kapitalmarknaden där Riksgäldskontoret är en liten aktör. Löptiden för den nominella kronskulden kan i viss mån styras genom att variera volymen ränteswappar. Den reala kronskuldens löptid är däremot svårare att styra, eftersom möjligheten att justera löptiden med derivat saknas. Den reala kronskuldens löptid bestäms därför helt av de utestående obligationerna.

Löptiden i valutaskulden har under utvärderingsperioden 2011–2015 som högst varit 0,17 år och som lägst 0,08 år.¹² Avvikelsera är inom det intervall på $\pm 0,125$ som Riksgäldskontorets styrelse beslutade ska gälla kring det av regeringen fastställda riktvärdet på 0,125 år. I figur 4.4 redovisas löptiden för de olika skuldslagen både i termer av räntebindingstid (styrmåttet som tillämpades åren 2011–2014) och i termer av duration (styrmåttet som tillämpades 2015).

Figur 4.4 Löptiden i de enskilda skuldslagen



Källa: Riksgäldskontoret

Löptiden för den reala kronskulden har varit inom de enskilda årens löptidsintervall som regeringen beslutat under hela utvärderingsperioden. Som framgår har löptiden för den reala kronskulden blivit något kortare under perioden. Förklaringen är att de emissioner som gjorts inte har kompenserat för att löptiden i skulden med tidens gång blivit kortare.

¹² Utvärderingen av valutaskuldens löptid har gjorts i termer av duration för hela utvärderingsperioden. Skillnaden mellan måtten duration och räntebindingstid är försumbar för valutaskulden, eftersom löptiden är så kort.

Löptiden för instrument i nominella kronor med löptid upp till tolv år har varit inom de av regeringen beslutade löptidsintervallen, bortsett från kortare perioder under inledningen av åren 2013–2015. Förklaringen till att löptiden blev tillfälligt lägre vid dessa tillfällen är att staten säsongsmässigt har stora lånebehov i december. Det innebär att den kortfristiga upplåningen i likviditetsförvaltningen tillfälligt ökar runt årsskiftet, vilket leder till att löptiden tillfälligt blir något lägre. Avvikelsen från den nedre gränsen av intervallet var som störst (0,2 år) i januari 2013. I regeringens riktlinjer framgår att löptiden för skuldslagen temporärt får avvika från de beslutade löptiderna.

Den utestående volymen instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall uppgick till 41 miljarder kronor vid utgången av 2011, vilket var lägre än det av regeringen beslutade volymtaket på 65 miljarder kronor detta år. För 2012 ersattes volymtaket med ett volymriktvärde på 60 miljarder kronor och för åren 2013–2015 höjdes volymriktmärket till 70 miljarder kronor. Den utestående volymen vid utgången av 2012 och 2013 var 53 miljarder. Vid utgången av 2014 och 2015 uppgick motsvarande volym till 55 miljarder kronor. De utestående volymerna har således varit lägre än riktmärket samtliga år. Riksgäldskontoret har regelbundet undersökt marknadens intresse för långa obligationer. I samband med detta har Riksgäldskontoret bedömt att intresset inte varit tillräckligt stort för att kunna ge ut ytterligare långa obligationer. Efterfrågan har varit för svag vilket skulle medföra för höga kostnader.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen konstaterar att riktlinjerna för löptiden har följts för de olika skuldslagen, bortsett från nominell kronskuld med längre löptiden är tolv år där volymerna varit mindre än målsatta riktvärden. I riktlinjerna för 2014 tydliggjordes dock att volymriktmärket för nominell kronskuld med längre löptid än tolv år ska betraktas som långsiktigt. När riktmärket inte kan följas utan betydande merkostnader är det utifrån det statsskuldspolitiska målet inte motiverat att emittera ytterligare långa obligationer. Riksgäldskontoret har regelbundet undersökt intresset för långa obligationer och bedömt att intresset inte varit tillräckligt stort för att ge ut ytterligare långa obligationer. Regeringen poängterar att Riksgäldskontoret även fortsatt bör informera sig om intresset för långa obligationer. Ökningstakten i förhållande till det volymsatta riktvärdet ska vägas mot efterfrågan på långa obligationer och kostnaden för upplåning på andra löptider, med beaktande av risk. Som framgår av riktlinjerna ska Riksgäldskontoret även beakta den statsfinansiella utvecklingen på så sätt att en kraftig ökning av lånebehovet kan motivera större emissioner av långa obligationer. Vid 2012 och 2013 års slut uppgick obligationsvolymen i det långa löptidssegmentet till 53 miljarder kronor och vid 2014 och 2015 års slut till 55 miljarder kronor. Riktmärket för motsvarande volymer var 60 miljarder kronor för 2012 och 70 miljarder kronor för åren 2013–2015.

Regeringens riktlinjer: 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.

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 förtroendet för Riksgäldskontoret.

Bakgrund

Regeringens riktlinjer för marknads- och skuldvard

I riktlinjerna har regeringen fastställt att Riksgäldskontoret genom marknads- och skuldvard ska bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk. Av riktlinjerna framgår även att Riksgäldskontoret ska besluta om principer för marknads- och skuldvard.

Riktlinjerna har på detta område varit oförändrade under utvärderingsperioden och Riksgäldskontoret har inte lämnat några förslag till ändringar i målformuleringen.

Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjer för marknads- och skuldvard

Principerna för marknads- och skuldvard fastställs årligen av Riksgäldskontorets styrelse i myndighetens finans- och riskpolicy. 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 finans- och riskpolicyen för 2015 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.
- Statsskulden ska spridas över flera lån och löptider så att refinansieringsrisken begränsas.

- 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, förutsägbarhet och tydlighet arbetar Riksgäldskontoret med att upprätthålla goda investerarrelationer, regelbundet publicera prognoser på upplåningsbehovet för kommande år, hantera upplåningen på ett konsekvent sätt med tydliga principer, ha tydlig kommunikation såväl i skrift som i kontakter med investerare och motparter, samt tillhandahålla detaljerad information om upplåning och statsskuld på webbplatsen riksgalden.se.

Vid försäljningen av statspapper använder Riksgäldskontoret ett tiotal återförsäljare (svenska och utländska banker), vilka har ensamrätt att lägga bud i de regelbundna auktionerna av statspapper. Återförsäljarna har även tillgång till marknadsvårdande repor i nominella obligationer och statsskuldväxlar som Riksgäldskontoret erbjuder. Vetskapen om att reporna finns gör det enklare för återförsäljarna att ställa priser, vilket gynnar likviditeten på marknaden. Inbyte av mindre likvida statspapper mot mer likvida erbjuds också. I samband med att nya obligationer introduceras ges marknadsaktörerna möjlighet att byta in gamla lån, vilket ökar likviditeten i de nya lånen.

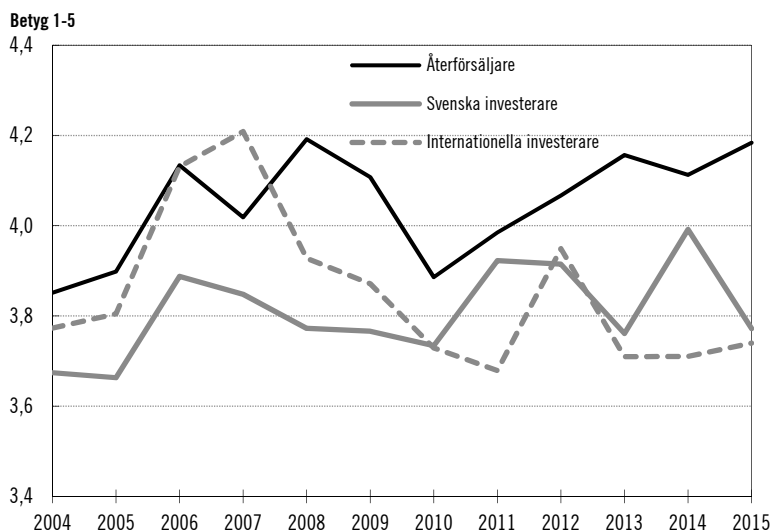
Den löpande kontakten med investerarna sker till stor del med hjälp av återförsäljarna, men för att underlätta tydlig kommunikation och skapa ömsesidigt förtroende är det viktigt att investerare och Riksgäldskontoret även för en direkt dialog. Kommunikationen med återförsäljare och investerare sker både via Riksgäldskontorets webbplats och genom ett stort antal bilaterala möten. Riksgäldskontoret deltar regelbundet som talare på investerarmöten både utomlands och i Sverige.

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 finansera 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 stått sig väl i jämförelse med andra myndigheters prognoser (se avsnitt 5.2). Under 2015 har Riksgäldskontoret utökat informationen om upplåning och statsskuld på webbplatsen. Där finns nu möjlighet att välja ut efterfrågad information för nedladdning eller utskrift. Webbplatsen är fortsatt den viktigaste kanalen för information om statens lånebehov och finansiering, auktionsvillkor och auktionsresultat. Av återförsäljarna använder 92 procent webbplatsen. Bland investerarna är motsvarande siffra 97 procent för de svenska och 66 procent för de internationella. Nästan 100 procent av de

som besöker webbplatsen anser att de hittar den information som de söker.

På Riksgäldskontorets uppdrag har TNS SIFO Prospera sedan 2004 årligen genomfört en undersökning om hur Riksgäldskontorets återförsäljare och investerare uppfattar Riksgäldskontoret. Betyg ges på en femgradig skala där betyg 4 betecknas som ”utmärkt” och 3,5 som ”ganska bra”. I figur 4.5 redovisas hur den sammanvägda bedömningen utvecklats över tiden.

Figur 4.5 Sammanvägd bedömning (Prospera undersökning)



Källa: Riksgäldskontoret

I undersökningen för 2015 var det sammanfattande betyget från återförsäljarna 4,2.¹³ Motsvarande betyg från de svenska och internationella investerarna var 3,8 respektive 3,7. Betyget från återförsäljarna och internationella investerare var något högre än tidigare år, medan betyget från svenska investerare var lägre. Det främsta skälet till det lägre betyget var att svenska investerarna efterlyste tätare kontakter med Riksgäldskontoret. Det genomsnittliga betyget sedan 2004 är 4,0 för återförsäljarna, 3,8 för svenska investerare och 3,9 för utländska investerare.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets principer för att utveckla och upprätthålla statspappersmarknadens funktionssätt har en positiv inverkan för det övergripande och långsiktiga målet om kostnadsminimering med beaktande av risk. Den svenska statspappersmarknadens funktionssätt främjas av effektiva försäljningskanaler i form av återförsäljare, liksom av de marknadsvårdande repor och inbyten av

¹³ Undersökningen för 2015 genomfördes mellan den 16 november och den 29 december. Total tillfrågades sju återförsäljare och 54 investerare. Svarsfrekvensen uppgick till 89 procent.

mindre likvida statspapper som Riksgäldskontoret erbjuder. Refinansieringsrisken begränsas bl.a. genom att upplåningen sprids över flera lån och löptider. Strävan efter att nå en bred investerarbas är positiv både ur kostnads- och ett riskperspektiv.

Riksgäldskontorets arbete med att uppnå de interna målen om transparens, förutsägbarhet och tydlighet i upplånings- och skuldverksamheten är också positivt för statspappersmarknadens funktionssätt. Rapporten ”Statsupplåning – prognos och analys” som publiceras tre gånger per år ger marknadsaktörerna detaljerad information om den planerade upplåning de kommande två åren. Ökad tillgänglighet till information om statsskuldens struktur på Riksgäldskontorets webbplats bidrar också till transparens och tydlighet.

De årliga undersökningarna från Prospera visar generellt höga betyg, vilket ger stöd för att Riksgäldskontorets marknads- och skuldvard har bedrivits på ett ändamålsenligt sätt. Liksom tidigare år rankas Riksgäldskontoret högt för sin transparens jämfört med andra skuldkontor. Prospera sammanfattade resultatet för 2015 enligt följande ”Värderingen bland återförsäljare kan karakteriseras som mycket hög. Bland svenska och internationella investerare är värderingen lägre, men kan fortsatt beskrivas som bra.”

4.4 Positionstagande

Regeringens riktlinjer: Under utvärderingsperioden har regeringen i stort halverat Riksgäldskontorets utrymme att ta positioner. I riktlinjerna för 2011 sänktes mandatet i utländsk valuta från 600 till 450 miljoner kronor och i riktlinjerna för 2014 till 300 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Mandatet i kronans valutakurs har efter det tillfälligt utökade utrymmet på 50 miljarder kronor under 2009–2011 sänkts från 15 till 7,5 miljarder kronor.

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har hållit risktagandet inom de av regeringen tilldelade riskmandaten under hela utvärderingsperioden. Det kvantitativa målet om att positions-verksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden har inte uppnåtts, då positionsverksamheten visat ett sammantaget underskott på 42 miljoner kronor utvärderingsperioden.

Regeringen avser att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera om positionsverksamheten i framtiden kan väntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet.

Bakgrund

Regeringens styrning av positionsverksamheten

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. I tabell 4.3 framgår dessa mandat under utvärderingsperioden.

Tabell 4.3 Mandat för positionstagande

	2011	2012	2013	2014	2015
Daglig VaR vid 95 % sannolikhet	450	450	450	300	300
Den svenska kronans valutakurs, mdkr	50	15	7,5	7,5	7,5

Källa: Finansdepartementet

VaR-mandatet i utländsk valuta

Mandatet i utländsk valuta gör det möjligt för Riksgäldskontoret att via ränte- och valutapositioner sänka kostnaden för statsskulden. Mandatet för hur stor riskexponering Riksgäldskontoret får ta i utländsk valuta uttrycks i termer av daglig Value-at-Risk (VaR) vid 95 procents sannolikhet. Enkelt uttryckt innebär VaR-måttet att man förväntar sig att förlora det fastställda beloppet eller mer var tjugonde dag, i genomsnitt.

I riktlinjerna för 2011 sänktes mandatet från 600 till 450 miljoner kronor. Sänkningen gjordes mot bakgrund av mandatet för positioner i kronans valutakurs behölls oförändrad detta år (50 miljarder kronor), men att mandatet var högre än före finanskrisen (15 miljarder kronor). Ändringen syftade till att balansera den samlade risknivån som Riksgäldskontoret tilldelats inom ramen för positionsriktlinjerna. I riktlinjerna för 2014 sänktes VaR-mandatet till 300 miljoner kronor vilket även gällde för 2015. I beslutet angavs att det minskade mandatet begränsar risken för förluster samtidigt som positionsverksamheten fortfarande kan bidra till kostnadsbesparingar, även om potentialen för kostnadsbesparingar blir mindre. I beslutet meddelades att de positiva effekter som positionsverksamheten anses bidra till, i termer av ökat marknadsfokus och breddad kompetens i finansiella frågor hos Riksgäldskontorets medarbetare, finns kvar.

I regeringens skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2007–2011 (skr. 2011/12:104) angavs att regeringen hade för avsikt att överväga positionsmandatets storlek och utformning. I samband med utvärderingsskrivelsen gav regeringen därför Riksgäldskontoret i uppdrag att: dels utreda hur mandatet för positionstagande kan begränsas på ett sådant sätt att möjligheten att ta positioner utan direkt koppling till valutaskulden stängs, dels redovisa hur positionsmandatet kan motiveras och analyseras som en integrerad del i statsskuldförvaltningen.

Riksgäldskontoret föreslog ett tillägg i riktlinjerna utifrån den första delen av uppdraget. Regeringen beslutade enligt förslaget vilket innebar att regeringen i riktlinjerna fastställer principerna för den aktiva förvaltningen, i stället för Riksgäldskontorets styrelse. Sedan 2013

framgår det av riktlinjerna att positioner bara får tas på marknader som potentiellt är lånevaluta inom ramen för statsskuldsvälvalningen samt att risken på dessa marknader ska kunna hanteras genom likvida och i övrigt väl utformade derivatinstrument. Riksgäldskontoret ska även i fortsättningen fastställa vilka marknader som vid var tid uppfyller kraven inom de av regeringen beslutade principerna. Denna beslutsordning anses lämplig eftersom förutsättningarna kan variera över tiden.

Riksgäldskontorets förslag till VaR-mandat skilde sig åt från regeringens beslut 2011 och 2014. För 2011 föreslog Riksgäldskontoret att VaR-mandatet skulle vara 600 miljoner kronor, medan regeringen beslutade 450 miljoner kronor. För 2014 föreslog Riksgäldskontoret att VaR-mandatet skulle vara 450 miljoner kronor, medan regeringen beslutade 300 miljoner kronor.

Mandatet i kronans valutakurs

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, då det långsiktiga andelsmålet på 15 procent för valutaskulden uppnåddes. Mandatet för positioner i kronans valutakurs fastställs i miljarder kronor.

I maj 2009 beslutade regeringen, efter förslag från Riksgäldskontoret, att utöka mandatet i den svenska kronans valutakurs från 15 till 50 miljarder kronor. Det höjda mandatet undantogs från VaR-begränsningen som gällde andra positioner. Bakgrunden till det höjda kronmandatet var den extremt låga kronkursen som följde av finanskrisen. Regeringen och Riksgäldskontoret bedömde att kronan skulle stärkas när den finansiella oron ebbat ut. I september 2010 inleddes en gradvis avveckling och i juni 2011 var positionen helt avvecklad. Positionens resultat blev ett överskott på 8,1 miljarder kronor.

I riktlinjerna 2012 återfördes mandatet i kronans valutakurs till nivån före finanskrisen, dvs. till 15 miljarder kronor. I riktlinjerna för 2013 sänktes mandatet till 7,5 miljarder kronor.

Riksgäldskontorets förslag till mandat i kronans valutakurs skiljde sig åt från regeringens beslut åren 2012 och 2013. För 2012 föreslog Riksgäldskontoret att mandatet skulle vara 50 miljarder kronor, medan regeringen beslutade 15 miljarder kronor. För 2013 föreslog Riksgäldskontoret att mandatet skulle vara 15 miljarder kronor, medan regeringen beslutade 7,5 miljarder kronor.

Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjer för positionstagande

Målet för positionsverksamheten är att sänka kostnaderna för statskulden. Positionsverksamheten bedöms även bidra till positiva effekter i termer av ökat marknadsfokus och breddad kompetens i finansiella frågor hos Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontoret har möjlighet att ta positioner i utländsk valuta och i den svenska kronans växelkurs inom de mandat för riskexponering som regeringen fastställer i de årliga riktlinjebesluten (tabell 4.3). 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. Verksamheten bedrivs både internt av Riksgäldskontoret och med hjälp av externa förvaltare. Diversifieringen hjälper till att begränsa riskerna inom positionstagningen.

För åren 2011–2014 beslutade Riksgäldskontoret att den löpande förvaltningen skulle disponera 220 miljoner kronor av VaR-mandatet och 110 miljoner kronor under 2015. Den del som inte delegerats till den löpande förvaltningen har funnits tillgänglig för taktiska positioner. VaR-mandatet har inte överskridits under utvärderingsperioden.

Mandatet för riskexponering i den svenska kronans växelkurs uttrycks i miljarder kronor. Mandatet i kronans valutakurs har inte överskridits under utvärderingsperioden.

Tabell 4.4 Resultat från positionstagning

	2011	2012	2013	2014	2015	Totalt	Snitt
Intern förvaltning	88	-176	235	-216	-47	-116	-23
varav löpande	-163	-176	235	-216	-47	-367	-73
varav styrelseposition	250	0	0	0	0	250	50
Extern löpande förvaltning	-1	-24	-35	90	44	74	15
Totalt	86	-200	200	-126	-2	-42	-8

Källa: Riksgäldskontoret

I tabell 4.4 redovisas resultatet från positionsverksamheten. Som framgår av tabellen gav den interna löpande positionsverksamheten ett underskott på 216 miljoner kronor 2014 och ett underskott på 47 miljoner kronor 2015. Sett över hela utvärderingsperioden uppgick underskottet för den interna löpande positionsverksamheten till 367 miljoner kronor, vilket motsvarar ett underskott på i genomsnitt 73 miljoner kronor per år. Sedan år 2000 har den interna löpande positionsverksamheten dock genererat ett överskott på 220 miljoner kronor.

Under slutet av 2014 initierade Riksgäldskontoret en särskild position vars värde kommer att vara noll då positionen förfaller. Positionen kan ses som en sorts försäkring och innebär att räntan på skulden i schweizerfranc låstes till -0,16 procent på upp till tre år. Positionen fungerar så att dess marknadsvärde är lika stort som (nuvärdet av) framtida kostnadsförändringar i den underliggande skulden¹⁴.

Resultat från styrelsepositioner har endast uppkommit under 2011 då ett överskott på 250 miljoner kronor redovisades. Resultatet härrör den position som Riksgäldskontoret tog våren 2009 när den svenska kronkursen bedömdes vara kortsiktigt undervärderad till följd finanskrisen. Positionen som uppgick till 50 miljarder kronor resulterade i ett

¹⁴ När den schweiziska centralbanken i slutet av januari 2015 sänkte golvet för schweizerfrancen och sänkte sin inlåningsränta till -0,75 procent medförde detta marknadsvärdet på positionen föll till -375 miljoner kronor. Räntesänkningen medför också att Riksgäldskontorets kostnader för den underliggande skulden i schweizerfranc kommer att bli 375 miljoner kronor lägre under positionens löptid. Den lägre räntekostnaden hade dock uppkommit även om positionen inte tagits.

överskott på 8,1 miljarder kronor, varav 250 miljoner kronor realiserades under våren 2011. Regeringen har i tidigare utvärderingsskrivelser utvärderat den taktiska positionen från våren 2009 (skr. 2011/12:104 och skr. 2013/14:196). Totalt har positionsverksamheten sedan starten 1992 bidragit till att minska kostaderna för statsskulden med 28,3 miljarder kronor. Resultatet härstammar främst från strategiska positioner som tagits när valutakurser kraftigt avvikit från sitt jämviktsvärde.

Den externa löpande positionsverksamheten visade överskott för både 2014 och 2015, med 90 respektive 44 miljoner kronor. Sett över hela utvärderingsperioden uppgick överskottet för den externa löpande positionsverksamheten till 74 miljoner kronor, vilket motsvarar ett genomsnittligt överskott på 15 miljoner kronor per år.

Det sammantagna resultatet för positionsverksamheten visade underskott på 42 miljoner kronor över utvärderingsperioden, vilket motsvarar ett underskott på 8 miljoner kronor per år i genomsnitt.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen konstaterar att Riksgäldskontoret i positionsverksamheten inte tagit större risk än vad som rymts inom de tilldelade mandaten. Samtidigt konstateras att positionsverksamheten under utvärderingsperioden har visat ett underskott på sammanlagt 42 miljoner kronor. Det innebär att det kvantitativa målet om att verksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden inte har uppnåtts. I vilken utsträckning positionsverksamheten bidrar till positiva effekter i termer av ökat marknadsfokus och breddad kompetens i finansiella frågor hos Riksgäldskontoret (som i sin tur kan bidra till att sänka kostnaden för statsskulden) är svårt att kvantifiera. Mot bakgrund av det svaga resultatet under utvärderingsperioden avser regeringen att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera om positionsverksamheten i framtiden kan väntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet. Regeringen konstaterar samtidigt att positionsverksamheten sedan starten 1992 har bidragit till att sänka kostnaden för statsskulden med 28,3 miljarder kronor.

4.5 Upplåning på privatmarknaden

Regeringens riktlinjer: Riksgäldskontoret ska genom privatmarknadsupplåningen bidra till att minska kostnaden för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.

Regeringens bedömning: Privatmarknadsupplåningen har under utvärderingsperioden bidragit till att minska kostnaden för statsskulden med 433 miljoner kronor i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. Av kostnadsbesparingen stod Premieobligationer för 441 miljoner kronor och Riksgäldsspar för -8 miljoner kronor. För de båda sparformerna sammantaget har Riksgäldskontoret därmed uppnått det kvantitativa målet för privatmarknadsupplåningen under utvärderingsperioden. Den premieobligationsupplåning som togs upp under 2015 ökade dock kostnaden för statsskulden med 45 miljoner kronor.

Riksgäldskontorets beslut i maj 2013 om att avsluta Riksgäldsspar med rörlig ränta till årsskiftet 2015/2016 var välmotiverat. Regeringen avser att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera om upplåning i premieobligationer i framtiden bedöms kunna bidra till det statsskuldspolitiska målet.

Bakgrund

Regeringens riktlinjer om upplåning på privatmarknaden

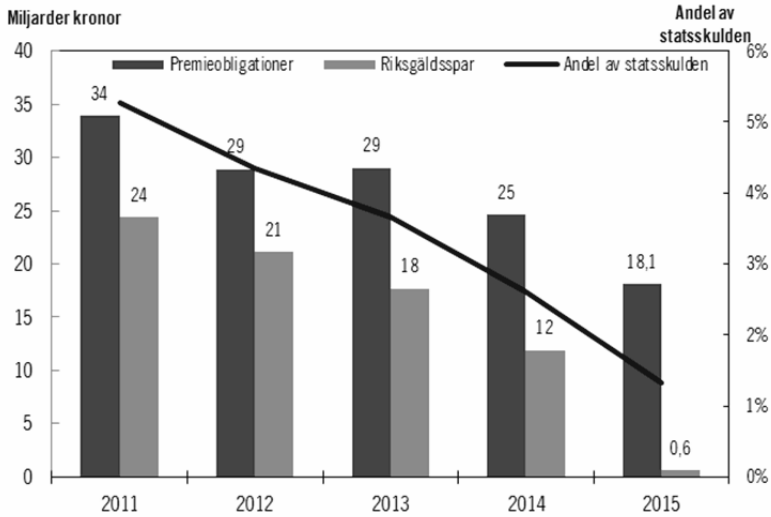
I riktlinjerna för 2012 preciserades målet för upplåning på privatmarknaden. Sedan 2012 har riktlinjen haft följande lydelse: Riksgäldskontoret ska genom privatmarknadsupplåningen bidra till att minska kostnaden för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.

Bakgrunden till förändringen var att regeringen under våren 2010 gav Riksgäldskontoret i uppdrag att arbeta vidare med förbättringar av jämförelsen mellan upplåning på privatmarknad och statspappersmarknad. Riksgäldskontoret lämnade förslag till målformuleringen inför 2012 års riktlinjebeslut. I Riksgäldskontorets förslag utvecklades resonemang och metoder för utvärdering av privatmarknadsupplåningen. Metoden innebär att räntan på privatmarknadsinstrument ska jämföras med räntan på motsvarande instrument som Riksgäldskontoret ger ut på statspappersmarknaden. Resultatet ska beräknas som räntemarginalen (omräknad i kronor) för de båda sparprodukterna Riksgäldsspar och Premieobligationer. Liksom tidigare ska kostnader som tillkommer för att distribuera och hantera privatmarknadsinstrumenten belasta resultatet. Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer har under utvärderingsperioden överensstämt med regeringens beslut.

Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjer för upplåning på privatmarknaden

Vid 2015 års utgång uppgick privatmarknadsupplåningen (Premieobligationer och Riksgäldsspar) till totalt 18,7 miljarder, vilket motsvarade 1,3 procent av den totala statsskulden (figur 4.6).

Figur 4.6 Privatmarknadsupplåning



Källa: Riksgäldskontoret

Av figuren framgår att privatmarknadsupplåningen minskat betydligt under utvärderingsperioden. Ett av skälen till detta är att Riksgäldskontoret i maj 2013 beslutade att Riksgäldsspar med rörlig ränta skulle vara avvecklat runt årsskiftet 2015/2016. Beslutet fattades mot bakgrund av att konkurrensen på sparmarknaden ökat, vilket bedömdes göra det omöjligt att på sikt behålla tillräcklig lönsamhet för att motivera sparformen. Den ökade konkurrensen på sparmarknaden torde även vara en viktig förklaring till att volymen Premieobligationer halverats under utvärderingsperioden. I förhållande till den totala räntesparmarknaden i Sverige (bankinlåning, räntefonder och privatobligationer) utgjorde Riksgäldskontorets privatmarknadsupplåning 1,1 procent vid utgången av 2015. Det är en minskning med 1,2 procentenheter under året.

Tabell 4.5 Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning

	2011	2012	2013	2014	2015	Totalt
Premieobligationer	130,5	125,7	80,5	70,8	33,4	440,9
Riksgäldsspar	11,3	3,7	16,7	0,2	-40,0	-8,1
Summa besparing	141,8	129,4	97,3	71,0	-6,6	432,8

Källa: Riksgäldskontoret

Minskade volymer och lägre ränta på den institutionella marknaden har gjort att privatmarknadsupplåningen bidragit till allt mindre kostnadsbesparing under utvärderingsperioden (tabell 4.5). Under 2015 ökade privatmarknadsupplåningen kostnaden för statsskulden med 6,6 miljoner kronor, vilket kan jämföras med en besparing på 71,0 miljoner kronor 2014. Det försämrade resultatet berodde på att privatmarknadsupplåningen gjordes till positiva räntor trots att motsvarande räntor på den institutionella marknaden var negativa. Sett över hela utvärderings-

perioden uppgick den samlade kostnadsbesparingen för privatmarknadsupplåningen till 432,8 miljoner kronor. Premieobligationer stod för 440,9 miljoner kronor av besparingen, medan Riksgäldsspar stod för en kostnadsökning med 8,1 miljoner kronor.

Premieobligationer

Under 2015 bidrog premieobligationer till 33,4 miljoner kronor i minskade kostnader, vilket kan jämföras med 70,8 miljoner kronor föregående år. Det sämre resultatet 2015 beror på att de obligationer som gavs ut under året såldes till en högre ränta än statsobligationer med motsvarande löptid. De premieobligationer som gavs ut under 2015 emitterades således med förlust. Förklaringen till att resultatet ändå blev positivt under 2015 är att det tidigare år emitterats premieobligationer med positivt resultat som ännu inte löpt till förfall. Beslutet att ge ut premieobligationer under 2015 trots förlusten togs för att värna låneformen och främja försäljningen på sikt. En inställd emission när ett gammalt lån förfaller riskerar att minska kundstocken och därmed den framtida efterfrågan. För att hålla nere kostnaderna gjorde Riksgäldskontoret ingen marknadsföringskampanj i samband med de två emissioner som genomfördes under 2015. Vid den första emissionen såldes premieobligation 15:1 med en löptid på knappt två år. Utlottningen sattes till 0,1 procent, vilket innebar att den högsta vinsten sänktes från en miljon kronor till 100 000 kronor samt att garantivinsten togs bort. Trots den låga räntan för lånet genererade emissionen en förlust på cirka 20 miljoner kronor, eftersom räntan på motsvarande institutionella upplåning var negativ. Det var första gången som en premieobligation såldes till en högre ränta än den institutionella upplåningsräntan. Den andra emissionen premieobligationer 15:2 såldes i november med samma villkor som premieobligation 15:1. Eftersom motsvarande marknadsränta fortfarande var negativ resulterade även denna emission i förlust.

ESV har i sin uppföljning lyft fram Riksgäldskontorets privatmarknadsupplåning som ett område som påverkats av det låga ränteläget. Det faktum att Sverige under en längre period haft negativ ränta på tvååriga statsobligationer, vilket utgör basen för premieobligationer med två års löptid, gör att premieobligationsupplåningen gjordes med ett negativt resultat under 2015 (dvs. upplåning som gjordes under året). Utsikterna för att premieobligationsupplåningen ska sänka kostnaderna under 2016 är inte heller goda utifrån Riksbankens prognos för reporäntan. Enligt Riksgäldskontoret måste den tvååriga statsobligationen stiga till 0,4–0,5 procent för att premieobligationsupplåningen ska bidra till en besparing (utifrån villkoren i 2015 års lån). Den tvååriga statsobligationen har i genomsnitt under 2000-talet legat 29 punkter över Riksbankens reporänta. I perioder när penningpolitiken är inne i en återhämtningsfas är skillnaden vanligtvis större. Om Riksbanken höjer reporäntan i enlighet med sin prognos och når en nollränta under det första kvartalet 2018, kan premieobligationer åter komma att medföra en kostnadsbesparing under det året. Fram till dess torde resultatet förbli negativt. På längre sikt förväntas styrräntan och obligationsräntorna stadigvarande ligga på nivåer som gör det möjligt att låna billigare i premieobligationer än på de institutionella

marknaderna. Samtidigt konstaterar ESV att premieobligationer spelar en ringa roll i statsskuldsvältningen, då volymen för närvarande är begränsad till 18 miljarder kronor samt att volymen stadigt minskat. Upplåningsformen är heller inte flexibel i den mening att den går att öka markant, om lånebehovet skulle stiga. ESV anser därmed att den enda anledningen till att upplåningskanalen ska upprätthållas är om den sänker kostnaden för statsskuldsvältningen samt att Riksgäldskontoret bör överväga att lägga ner sparformen om det finns tvivel på den punkten.

Riksgäldsspar

Under 2015 medförde Riksgäldsspar en kostnadsökning för privatmarknadsupplåningen med 40 miljoner kronor, vilket kan jämföras med en kostnadsbesparing på 0,2 miljoner kronor föregående år. Det negativa resultatet under 2015 förklaras av att räntan på Riksgäldsspar med rörlig ränta var 0,01 procent samtidigt som Riksbankens reporänta var negativ.

Mot bakgrund av Riksgäldskontorets beslut 2013 om att Riksgäldsspar skulle vara avvecklat till årsskiftet 2015/2016 betalades 8 miljarder kronor tillbaka till kontohavarna under november 2015. I slutet av året återstod 120 miljoner kronor som inte kunde betalas tillbaka, bl.a. eftersom det saknades uppgifter om konton att betala tillbaka till. Under 2016 kommer arbetet med att betala ut de kvarvarande insättningarna på Riksgäldsspar att fortsätta.

I december 2012 stängdes Riksgäldsspar med fast ränta för nyteckning. Vid 2015 års slut fanns 7 500 konton av detta slag med ett samlat värde av 500 miljoner kronor. Konton med fast ränta kommer att finnas kvar till sina ursprungliga förfallodagar, vilket som längst är till slutet av 2020.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringens mål för privatmarknadsupplåningen är att den ska bidra till att minska kostnaden för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. Under utvärderingsperioden bidrog privatmarknadsupplåningen till att kostnaden för statsskulden blev 433 miljoner kronor lägre än om motsvarande upplåning finansierats på institutionsmarknaden. Av resultatet bidrog premieobligationsupplåningen till 441 miljoner kronor och Riksgäldsspar med -8 miljoner kronor. Mot bakgrund av resultatet för Riksgäldsspar konstaterar regeringen att Riksgäldskontorets beslut från maj 2013 om att avveckla Riksgäldsspar med rörlig ränta till årsskiftet 2015/2016 var välmotiverat.

Regeringen konstaterar att premieobligationsupplåningen under 2015 gjorts med förlust samt att volymen utestående premieobligationer minskat från 34 till 18 miljarder kronor under utvärderingsperioden. Baserat på Riksbankens reporänteprognois bedömer ESV att upplåningsformen som tidigast kommer att kunna generera kostnadsbesparingar 2018. Mot bakgrund av ESV:s beräkningar och minskade premieobligationsvolymen avser regeringen att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera om premieobligationsupplåningen i framtiden bedöms kunna bidra till det statsskuldspolitiska målet.

Regeringens riktlinjer: Riksgäldskontoret har möjlighet att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån enligt 5 kap. 1 § budgetlagen om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion.

Regeringens bedömning: Det har inte funnits skäl att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån under utvärderingsperioden 2011–2015. Riksgäldskontoret har inte heller gjort någon sådan extra upplåning.

Bakgrund

Regeringens riktlinjer

Riksgäldskontoret har sedan hösten 2008 rätt att låna för att tillgodose behovet av statslån med olika löptid. Denna regel har sin bakgrund den kraftigt ökade efterfrågan på statspapper som följde efter Lehman Brothers konkurs i september 2008. För att möta den stora efterfrågan på statspapper som uppstod under hösten 2008 (och därigenom minska den finansiella oron) beslutade Riksgäldskontoret att genomföra extra auktioner i statsskuldväxlar. Riksgäldskontoret satte en övre gräns på 150 miljarder kronor för hur mycket de utestående extra växlarna fick uppgå till. De extra emissionerna beslutades i samråd med Riksbanken. Riksdagen beslutade i efterhand om en lagändring (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 riktlinjebesluten för 2010, 2011 och 2013 har tillägg och förtydliganden gjorts. Ändringarna resulterade i följande riktlinjer vilka gällt sedan 2013:

- 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.
- Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut.

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

Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjer avseende lån för att tillgodose behovet av statslån

Under utvärderingsperioden 2011–2015 har Riksgäldskontoret inte tagit upp lån för att tillgodose behovet av statslån. Upplåning för detta ändamål 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). Av utvärderingen framgick att regeringen bedömde att Riksgäldskontorets snabba och tydliga agerande bidrog till att minska effekten av den finansiella oron.

Åtgärderna bekräftades som rimliga och riktiga genom riksdagens lagändring och regeringens ändrade riktlinjer. Skr. 2015/16:104

Skälen för regeringens bedömning: Under utvärderingsperioden 2011–2015 har det inte uppstått hot mot den finansiella stabiliteten som motiverat extra emissioner av statslån. Efterfrågan på statslån har täckts av det ordinarie utbudet. Det har därför inte funnits behov av att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån.

5 Utvärdering av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning

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

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.¹⁵ 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 derivat-instrument.

5.1 Förvaltningsstrategier

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

Bakgrund

Riksgäldskontorets mål och strategier

Riksgäldskontorets huvudsakliga bidrag till att minimera kostnaden för statsskulden är att verka för att marknaden för svenska statspapper är 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

¹⁵ De interna riktlinjerna fastställs årligen i Riksgäldskontorets finans- och riskpolicy.

finansieringsrisken blir lägre om många långgivare är beredda att låna ut pengar till svenska staten. På marginalen kan Riksgäldskontoret även påverka kostnaden för statsskulden genom att utnyttja tillfällen då prissättningen på marknaden är fördelaktig.

Riksgäldskontoret arbetar på flera sätt för att göra statspappersmarknaden så attraktiv som möjligt för investerare (avsnitt 4.3). För att konkretisera detta arbete har Riksgäldskontoret brutit ned det övergripande målet i flera mellanliggande mål. Dessa understödjer det övergripande målet men är lättare att påverka och mäta.

De viktigaste mellanliggande målen är att

- statspappersmarknaden är likvid och har en väl fungerande infrastruktur,
- svenska statspapper attraherar en bred krets av investerare,
- Riksgäldskontoret har en transparent och öppen kommunikation,
- Riksgäldskontoret är tydlig och förutsägbar,
- Riksgäldskontoret har goda motparts- och investerarkontakter, samt
- Riksgäldskontoret genom att ta derivatpositioner i utländsk valuta uppnår lägre kostnad eller risk i statsskulden.

För att uppnå de mellanliggande målen använder Riksgäldskontoret flera förvaltningsstrategier. Förvaltningsstrategier kan delas upp i två kategorier: *likviditet och infrastruktur* samt *transparens, förutsägbarhet och tydlig kommunikation*.

För att mäta hur Riksgäldskontorets återförsäljare och investerare ser på Riksgäldskontorets strategier och förmåga att genomföra dessa gör TNS SIFO Prospera en årlig enkätundersökning (se även avsnitt 4.3). I tabell 5.1 redovisades de fem viktigaste kraven från marknadsaktörerna på en femgradig skala.¹⁶

Tabell 5.1 Marknadens viktigaste krav

Krav	Betyg
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,8
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,7
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,5
Information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,5
Marknadsvård genom byten av realobligationer	4,3

Källa: Riksgäldskontoret

När samma aktörer betygsatte Riksgäldskontorets förmåga att genomföra strategierna blev rangordningen densamma, se tabell 5.2. Undersökningen pekar därmed på att Riksgäldskontoret fokuserar på rätt saker. Prosperas sammanfattning av resultatet för 2015 lyder: ”Värderingen bland återförsäljare kan karakteriseras som mycket hög. Bland svenska och internationella investerare är värderingen lägre, men kan fortsatt

¹⁶ Undersökningen för 2015 genomfördes mellan den 16 november och den 29 december. Total tillfrågades sju återförsäljare och 54 investerare. Svarsfrekvensen uppgick till 89 procent.

beskrivas som bra”. Av undersökningen framgår att förtroendet för Riksgäldskontoret är fortsatt stort och liksom tidigare rankas Riksgäldskontoret högt för sin transparens jämfört med andra skuldkontor. Skr. 2015/16:104

Tabell 5.2 Riksgäldskontorets främsta styrkor

Krav	Betyg
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,3
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,1
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,0
Information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,0
Marknadsvård genom byten av realobligationer	4,0

Källa: Riksgäldskontoret

Likviditet och infrastruktur

Statspapper efterfrågas vanligtvis på grund av sin låga kreditrisk och goda likviditet. Den låga kreditrisken följer av att det är värdepapper utgivna av staten. Sverige har dessutom starka statsfinanser, en egen valuta och egen centralbank. Attraktionskraften beror också i hög grad på den likviditet som statspappersmarknaden kan erbjuda. Här avses möjligheten att kunna sälja eller köpa stora volymer statspapper utan att priset påverkas nämnvärt.

För att attrahera en så bred krets av investerare som möjligt arbetar Riksgäldskontoret aktivt för att främja statspappersmarknadens likviditet och infrastruktur. Det görs framför allt genom att

- bedriva aktiv marknads- och skuldvard med repo- och bytesåtaganden,
- koncentrera upplåningen till ett begränsat antal benchmarklån, samt
- upprätthålla flera effektiva försäljningskanaler, bland annat med hjälp av ett system av återförsäljare.

Marknads- och skuldvard: För att minska risken för att Riksgäldskontorets återförsäljare av statspapper inte får tag på obligationer eller statsskuldväxlar som är särskilt eftertraktade erbjuder Riksgäldskontoret marknadsvårdande repor i statspapper. Vetskapen om att reporna finns gör det lättare för återförsäljarna att ställa priser, vilket i sin tur gynnar likviditeten på marknaden. När återförsäljarna rangordnar Riksgäldskontorets aktiviteter anses repor i statspapper vara viktiga (4,8). Riksgäldskontoret får också ett högt betyg för verksamheten (4,3).

Riksgäldskontoret erbjuder även byten av mindre likvida statspapper mot mer likvida utgåvor. Introduktion av nya obligationer görs normalt med hjälp av byten för att de nya lånen snabbt ska få god likviditet.

Under 2015 erbjöd Riksgäldskontoret större bytesvolymer i realobligationer än tidigare, bl.a. i samband med introduktionen av två nya lån, men framför allt när likviditeten försämrades efter rykten om att Riksbanken skulle köpa realobligationer i penningpolitiskt syfte. I enkätundersökningen gavs marknadsvårdande byten i realobligationer betyget 4,0 för 2015, jämfört med 3,5 året innan. Det är att betrakta som en stor förbättring.

Få benchmarklån: Upplåningen i stats- och realobligationer koncentreras vanligtvis till ett fåtal benchmarklån för att se till att den utestående volymen i dessa obligationer blir tillräckligt stor för att säkerställa god likviditet. Detta accentueras när statsskulden krymper. När emissionsvolymerna är stora blir behovet av att koncentrera upplåningen mindre. Statsobligationer är Riksgäldskontorets viktigaste instrument och när lånebehovet är litet prioriteras emissioner i dessa framför annan upplåning för att upprätthålla likviditeten i statsobligationsmarknaden.

Riksgäldskontoret strävar efter att hålla förfalloprofilen i obligationsstocken relativt jämn. Genom att erbjuda obligationer med både korta och långa löptider kan Riksgäldskontoret attrahera olika typer av investerare. Om förfalloprofilen är jämn blir också refinansieringsrisken lägre, eftersom endast en liten del av statsskulden då förfaller varje år.

Effektiva försäljningskanaler: Riksgäldskontoret eftersträvar många och effektiva försäljningskanaler. Ett system av återförsäljare borgar för en väl fungerande infrastruktur på den svenska statspappersmarknaden. Det bidrar också till bättre likviditet och förutsättningar att låna stora volymer i en eventuell krissituation.

När Riksgäldskontoret säljer obligationer i utländsk valuta görs det genom s.k. syndikering. Det innebär att Riksgäldskontoret anlitar en grupp av banker, ett syndikat, som genomför försäljningen.

Riksgäldskontoret kan endast skapa förutsättningar för att likviditeten på marknaden ska vara bra, men har små möjligheter att påverka likviditeten direkt. Av enkätundersökning från Prospera framgår att såväl investerare som återförsäljare anser att likviditeten på den svenska statsobligationsmarknaden har blivit sämre. De orsaker som vanligen förs fram är den låga räntan och nya regleringar. Dessutom har Riksbankens köp av statsobligationer minskat volymen statsobligationer som är tillgänglig för handel (se avsnitt 6). Likviditeten i statsobligationer anses dock fortfarande vara god även om omsättningen blivit lägre. Svenska investerare ger bra betyg för både likviditet och pristransparens, medan återförsäljare och internationella investerare är något mer negativa.

Undersökningen visar att likviditeten anses ha försämrats även på marknaden för realobligationer. Här är likviditeten emellertid alltid lägre än för nominella statsobligationer. I grunden handlar det om att investerarna inte har samma intresse av aktiv handel i realobligationer. Här finns inte heller någon utvecklad handel i derivatinstrument. Riksgäldskontoret gjorde under året särskilda ansträngningar för att understödja likviditeten genom att utöka åtagandet om byten mellan olika realobligationslån.

Likviditeten i marknaden för statsskuldväxlar har försämrats ytterligare från en redan låg nivå. Den utestående stocken växlar har mer än halverats på fem år och investerarna använder i allt högre grad andra instrument för att placera pengar på kort sikt.

Transparens, förutsägbarhet och tydlig kommunikation

För att skapa en attraktiv marknad för statspapper ska förvaltningen bedrivas transparent och förutsägbart. Det innebär att all kommunikation med marknaden ska ske så öppet och konsekvent som möjligt. Om motparter och investerare har god kunskap om Riksgäldskontorets

låneplaner och känner till hur Riksgäldskontoret agerar när omvärlden förändras, skapas stabila spelregler och minskad osäkerhet.

Riksgäldskontoret arbetar för att uppnå målen om transparens, förutsägbarhet och tydlighet genom att

- upprätthålla goda investerrelationer,
- regelbundet publicera prognoser på upplåningsbehovet för kommande år,
- hantera upplåningen på ett konsekvent sätt med tydliga principer,
- ha tydlig kommunikation såväl i skrift som i kontakter med investerare och motparter, samt
- tillhandahålla detaljerad information om upplåning och statsskuld på webbplatsen riksgalden.se.

Investerrelationer: En bred investerarbaser ger i förlängningen lägre räntekostnader. Att arbeta för goda investerrelationer är därför en av Riksgäldskontorets viktigaste förvaltningsstrategier. Återförsäljarna har den mest aktiva rollen i försäljningen av statspapper. De förser investerarna med analys och information om Riksgäldskontorets emissioner. Riksgäldskontoret förlitar sig emellertid inte bara på den information som ges via återförsäljarna. För att skapa trovärdighet är det även viktigt att investerarna, utan mellanhänder, kan erhålla den information som de anser sig behöva. Riksgäldskontoret träffar därför svenska och utländska investerare i såväl personliga möten som på större konferenser. Riksgäldskontoret håller även investerarträffar när nya låneprognoiser presenteras. Under 2015 besöktes investerare i Europa, Sydamerika och USA. Representanter från Riksgäldskontoret deltog som talare på flera seminarier och konferenser i såväl Sverige som utomlands.

I enkätundersökningen för 2015 fick Riksgäldskontoret betyget 3,5 för kontakterna med investerare. Här finns således förbättringspotential. De svenska investerarna gav betyget 3,3 med motiveringen att Riksgäldskontoret måste lyssna mer på marknadens önskemål som en följd av att likviditeten blivit sämre. Riksgäldskontoret har under året ökat lyhördsheten gentemot marknaden, bl.a. genom att i högre grad än tidigare erbjuda två obligationslån vid flertalet auktionstillfällen.

För andra året i rad ökade investerarnas intresse av att ha täta kontakter med Riksgäldskontoret. De flesta föredrar personliga möten, men många visar även intresse för Riksgäldskontorets större investerarträffar. Av de svenska investerarna vill närmare 80 procent ha kontakt en gång per kvartal eller en gång i halvåret. De internationella investerarna nöjer sig i regel med en kontakt om året.

Förutsägbarhet och tydlig kommunikation: Riksgäldskontoret kommunicerar sina upplåningsplaner till alla marknadsaktörer samtidigt genom Rapporten ”Statsupplåning – prognos och analys”. Rapporten publiceras tre gånger per år och beskriver detaljerat finansieringen av statsskulden de kommande två åren. Låneplanen baseras på en prognos för statens nettolånebehov samt uppgifter om refinansieringsbehov och räntebetalningar för den befintliga statsskulden. Utifrån detta anpassar Riksgäldskontoret upplåningen så att villkoren i regeringens riktlinjer uppfylls. Låneplanen och prognosen för nettolånebehovet ligger normalt fast tills dess att nästa rapport publiceras. Bra prognoser är en

förutsättning för att kunna agera på ett förutsägbart sätt (se avsnitt 5.2). Rapporten ”Sveriges statsskuld” publiceras på månadsbasis och innehåller detaljerad information om hur statsskulden är sammansatt. För 2015 fick Riksgäldskontoret betyget 4,1 för kommunikationen kring lånebehov och finansiering och betyget 4,0 för ett tydligt och konsekvent agerande. Betygen är marginellt sämre än för 2014.

Riksgäldskontoret har under året utökat informationen om upplåning och statsskuld på sin webbplats. Det finns nu möjlighet att interaktivt hämta information på webbplatsen för nedladdning eller utskrift.

Riksgäldskontorets webbplats är fortsatt den viktigaste informationskanalen för information om statens lånebehov och finansiering, auktionsvillkor och auktionsresultat. Av återförsäljarna använder 92 procent webbplatsen. Bland svenska och internationella placerare är motsvarande siffra 97 respektive 66 procent. Nästan 100 procent av de som besöker webbplatsen anser att de hittar den information man letar efter.

Skälen för regeringens bedömning: 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, förutsägbart och tydligt i sin kommunikation bidrar till att göra statspappersmarknaden attraktiv. Prosperas årliga undersökningar pekar på att Riksgäldskontoret fokuserar på rätt saker, eftersom Riksgäldskontoret har högst betyg på de krav som marknaden bedömt som viktigast.

5.2 Prognoser över nettolånebehovet

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets prognoser över nettolånebehovet har gjorts med en rimlig precision i förhållande till förutsättningarna och i förhållande till andra myndigheters prognoser.

Bakgrund

Riksgäldskontorets prognoser över nettolånebehovet

Statens betalningar är organiserade så att nettot av samtliga betalningar finansieras via Riksgäldskontoret. 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 närmsta åren. När statspappersmarknaden är förutsägbart och transparent minskar risken för investerarna, vilket kan bidra till lägre upplåningskostnader för staten.

Riksgäldskontoret gör lånebehovsprognoser på två års sikt, men även på daglig sikt för de närmsta månaderna. Års- och månadsprognoserna publiceras i rapporten ”Statsupplåning – prognos och analys” tre gånger

per år. Något förenklat styr årsprognoserna obligationsupplåningen, månadsprognoserna upplåningen i statsskuldväxlar och commercial paper (kort upplåning i utländsk valuta), medan dagsprognoserna påverkar den dagliga likviditetshanteringen.¹⁷ Lånebehovet varierar betydligt både mellan åren och mellan årets månader.

Årsprognoser för 2014 och 2015

I tabell 5.3 redovisas Riksgäldskontorets lånebehovsprognoser för 2014 och 2015 samt utfallen fördelade på olika komponenter.

Tabell 5.3 Riksgäldskontorets lånebehovsprognoser

	Årsprognoser 2014					Årsprognoser 2015				
	13:3	14:1	14:2	14:3	Utfall	14:3	15:1	15:2	15:3	Utfall
Primärt lånebehov	44	57	57	57	69	30	52	46	22	11
Varav										
vidareutlåning	0	1	2	3	3	5	10	10	10	10
Räntor på										
statsskulden	17	10	4	3	3	21	29	25	24	21
Nettolånebehov	61	67	61	60	72	51	80	71	45	33

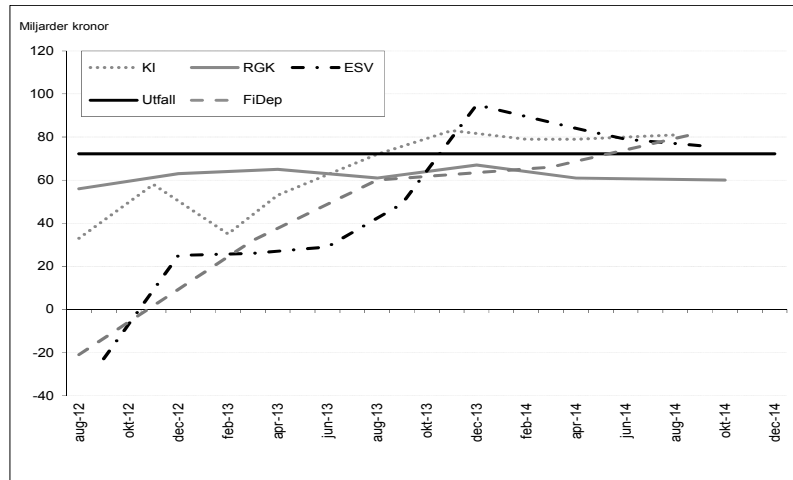
Källa: Riksgäldskontoret

Nettolånebehovet för 2014 blev 72 miljarder kronor. För detta år varierade prognoserna mellan 60 och 67 miljarder kronor, vilket är en relativt liten variation. Den sista prognosen (14:3) visade störst avvikelse från utfallet (12 miljarder kronor). För 2015 blev nettolånebehovet 33 miljarder kronor. Detta år varierade prognoserna mellan 45 och 80 miljarder kronor. Förklaringen till att prognosen för nettolånebehovet höjdes under den första delen av 2015 (15:1 och 15:2) var att de globala tillväxtförutsättningarna reviderades ner samt att framtidsförväntningar dämpades till följd av geopolitiska spänningar i mellanöstern och Ukraina. Under det andra halvåret sänktes prognosen för nettolånebehovet då den svenska ekonomin, driven av en stark inhemsk efterfrågan, utvecklades oväntat starkt. Avvikelsen mellan den sista prognosen (15:3) och utfallet blev 13 miljarder kronor.

Jämförelser med andra myndigheters prognoser

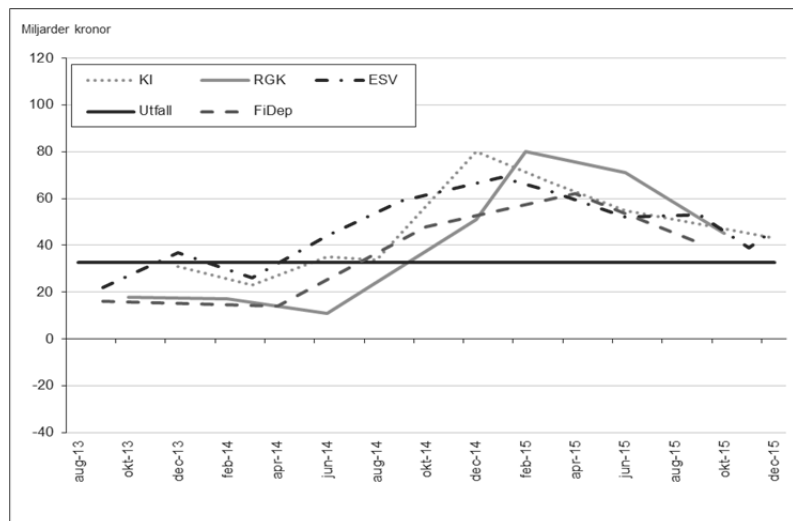
Förutom Riksgäldskontoret (RGK) gör även Konjunkturinstitutet (KI), Ekonomistyrningsverket (ESV) och Finansdepartementet (FiDep) prognoser på statens nettolånebehov. Myndigheterna och Finansdepartementet använder olika principer för hur försäljningsinkomster ska hanteras i prognossammanhang. För att underlätta jämförelsen mellan prognoserna har dessa inkomster rensats bort i figur 5.1 och 5.2.

¹⁷ Dagsprognoserna publiceras inte utan används endast internt.

Figur 5.1 Prognosjämförelser med andra myndigheter för 2014

Källa: Riksgäldskontoret

Från hösten 2012 och under våren 2013 var Riksgäldskontorets lånebehovsprognos för 2014 betydligt högre än övriga myndigheters. Avvikelsen mellan Riksgäldskontorets prognos från hösten 2012 och utfallet blev endast 16 miljarder kronor, medan motsvarande prognosavvikelser för ESV och Finansdepartementet var 95 respektive 93 miljarder kronor (figur 5.1). Från hösten 2013 var prognoserna mer samstämmiga och i linje med utfallet. Riksgäldskontorets prognos var konsekvent lägre än utfallet, medan övriga myndigheters sista prognoser var högre än utfallet.

Figur 5.2 Prognosjämförelser med andra myndigheter för 2015

Källa: Riksgäldskontoret

För 2015 hade samtliga prognosmakare en liknande profil på sina prognoser (figur 5.2). Hösten 2013 och under inledningen av 2014

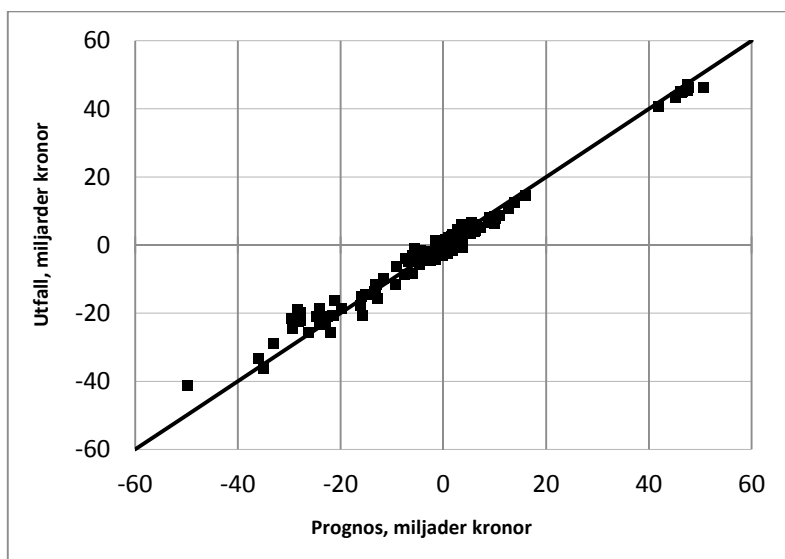
underskattades lånebehovet. Under hösten 2014 reviderades prognoserna upp kraftigt till följd av svaga globala tillväxtutsikter. Under andra halvan av 2015 sänktes prognoserna gradvis, men lånebehovet över-skattades ändå något i de sista prognoserna för året.

Månadsprognoser

Riksgäldskontoret är den enda myndigheten som publicerar månadsprognoser för nettolånebehovet. Det innebär att jämförelse med andra prognosmakare inte kan göras. Riksgäldskontoret följer upp månadsprognoserna med hjälp av måttet RMSE (Root Mean Square Error), dvs. roten ur kvadratmedelfelet. Vidareutlåning och försäljningsinkomster har i vissa fall stor påverkan på nettoutlåningen enskilda månader. Eftersom informationen om nämnda lånebehovspåverkande faktorer ofta kommer sent, justeras månadsprognoserna i uppföljningen för dessa faktorer. Med detta mått har prognosprecisionen varit på en relativt jämn nivå under utvärderingsperioden.

Dagsprognoser

För att planera likviditetsförvaltningen gör Riksgäldskontoret även dagsprognoser. Det innebär att månadsprognoserna fördelas ut på alla bankdagar. Dagsprognoserna görs på sex månaders sikt och uppdateras löpande när ny information blir tillgänglig (till skillnad från års- och månadsprognoserna). Den genomsnittliga prognosavvikelsen var 50 miljoner kronor per dag under 2014 och 131 miljoner kronor per dag under 2015. De största avvikelserna under 2015 rörde skatteinkomster, vilket till stor del förklarades av att betalningsmönstret ändrats jämfört med tidigare år. En större del av skatterna betalades in tidigt i månaden och en betydligt mindre andel än tidigare betalades in på förfallodagen. Det förändrade betalningsmönstret skulle kunna vara en effekt av det låga ränteläget. Under 2015 gav skattekontot en skattefri ränta på 0,56 procent, vilket innebar att det fanns incitament att tidigarelägga skattebetalningar. Det kan inte heller uteslutas att företag använt skattekontot för likviditetsplaceringar.

Figur 5.3 Prognos och utfall på dagsbasis under 2015

Källa: Riksgäldskontoret

I figur 5.3 redovisas dagliga utfall och prognoser för statens primära nettolånebehov när Riksgäldskontorets nettoutlåning till andra myndigheter har exkluderats. Avståndet mellan den 45-gradiga linjen visar prognosavvikelsen per dag. Om prognoserna hade saknat informationsvärde skulle punkterna varit slumpmässigt fördelade över hela figuren.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets årsprognoser över nettolånebehovet för 2014 avvek som mest med 16 miljarder kronor från utfallet, vilket är att betrakta som god prognosprecision. Övriga myndigheter hade större prognosavvikelser för 2014. För 2015 var avvikelsen större vid några tillfällen, men så var även fallet för de övriga myndigheterna. Riksgäldskontorets prognosprecision för månadsprognoser är på samma nivå som tidigare år. Här spelar faktorer som vidareutlåning och försäljningsinkomster stor roll, vilka är svåra att förutse innan fullständig information finns. Dagsprognoserna för 2015 visar större avvikelser för 2015 än för 2014. En viktig förklaring till detta är att betalningsmönstret för skattebetalningar ändrats jämfört med tidigare år.

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.

Bakgrund

Riksgäldskontorets upplåningsbehov och upplåning

I detta avsnitt ges en övergripande bild av Riksgäldskontorets upplåningsbehov och upplåning under utvärderingsperioden. Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning styr inte själva finansieringen av statsskulden. Riktlinjerna begränsar endast de risker som statsskulden är exponerad mot, bl.a. genom att upplåningen ska fördelas på ett visst sätt per skuldslag och i termer av löptider (avsnitt 4.1 och 4.2). Inom dessa riktlinjer har Riksgäldskontoret fria mandat att sköta upplåningen så att kostnaden för statsskulden minimeras samtidigt som risken i upplåningen beaktas.

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). Som framgår av tabell 5.4 har det totala upplåningsbehovet successivt ökat under utvärderingsperioden. Nettolånebehov har ökat nyupplåningen samtidigt som behovet av att refinansiera tidigare lån ökat i takt med att statsskulden stigit. Det ökade refinansieringsbehovet härrör både från penning- och kapitalmarknadsupplåningen (dvs. både kort och lång upplåning). Statsskulden uppgick till 1 179 miljarder kronor vid 2011 års början och till 1 403 miljarder kronor vid 2015 års slut.

Tabell 5.4 Upplåningsbehov brutto

Miljarder kronor	2011	2012	2013	2014	2015
Nettolånebehov	-68	25	131	72	33
Affärsdagsjustering m.m.¹	23	-17	0	-4	0
Privatmarknad och säkerheter, netto²	-9	-1	18	3	31
Förfall penningmarknad³	177	170	206	180	256
Statsskuldväxlar	85	72	105	94	88
Commercial paper	52	43	77	39	124
Likviditetsförvaltningsinstrument	40	55	24	47	44
Förfall, byten och uppköp, kapitalmarknad	125	130	46	182	160
Nominella statsobligationer	51	66	10	89	75
Reala statsobligationer	5	25	4	8	31
Obligationer i utländsk valuta	69	39	31	86	54
Totalt upplåningsbehov, brutto⁴	249	307	402	433	479

¹Justering för skillnaden mellan likviddag och affärsdag.

²Nettoförändring i privatmarknadsupplåning och säkerheter.

³Initial stock med förfall inom 12 månader.

⁴Avser behovet av upplåning på den institutionella marknaden.

Källa: Riksgäldskontoret

I tabell 5.5 redovisas hur Riksgäldskontoret finansierat bruttolånebehovet som redovisas i tabell 5.4. Som framgår har upplåningen ökat på både penning- och kapitalmarknaden. En betydande del av bruttoupplåningen avser vidareutlåning till Riksbanken (se vidare avsnitt 5.6). I avsnitt 5.4 och 5.5 redovisas kapitalmarknadsupplåningen och penningmarknadsupplåningen mer detaljerat.

Tabell 5.5 Total upplåning brutto

<i>Miljarder kronor</i>	2011	2012	2013	2014	2015
Penningmarknad, upplåning	170	206	180	256	284
Statsskuldväxlar	72	105	94	88	141
Commercial paper	43	77	39	124	87
statens egen del	19	62	20	117	78
vidareutlåning till Riksbanken	24	15	19	6	9
Likviditetsförvaltningsinstrument	55	24	47	44	56
Kapitalmarknad, upplåning	79	101	222	177	194
Nominella statsobligationer	41	59	74	77	86
Reala statsobligationer	6	7	12	17	17
Obligationer i utländsk valuta	31	35	137	84	91
statens egen del	0	0	6	25	38
vidareutlåning till Riksbanken	31	35	131	59	53
Upplåning, brutto	249	307	402	433	479

Källa: Riksgäldskontoret

Faktaruta: Vem äger den svenska statsskuden?

Det saknas heltäckande uppgifter om vilka som lånar ut pengar till den svenska staten. Av SCB:s finansräkenskaper framgår emellertid att utländska investerare äger knappt hälften av de värdepapper som staten har gett ut. Svenska försäkrings- och pensionsinstitut äger drygt 20 procent. Under utvärderingsperioden har de svenska affärsbankerna kraftigt reducerat sina innehav av statspapper medan Riksbanken blivit en betydande ägare.

Procentuell fördelning per investerarkategori

Investerarkategori	2011	2012	2013	2014	2015
AP-fonder (exkl. AP7)	4,7	5,2	5,4	4,1	3,0
Riksbanken	0,0	0,3	0,8	0,8	11,4
Försäkrings- och pensionsinstitut	27,4	28,1	25,2	22,9	22,2
Banker, kreditmarknadsföretag	11,9	11,5	8,8	3,1	1,7
Värdepappersfonder	8,7	6,8	5,8	6,1	7,3
Övriga svenska placerare	10,5	9,0	9,6	8,8	7,8
Utländska placerare	36,8	39,1	44,5	54,1	46,7
Totalt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Källa: SCB finansräkenskaper

Skälen för regeringens bedömning: Den totala bruttoupplåningen har gjorts över penning- och kapitalmarknaden på ett balanserat och rimligt sätt. Tillsammans med kostnads- och riskuppföljningen, som redovisas i avsnitt 3, tyder detta på att upplåningen övergripande har bedrivits i enlighet med målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets upplåning på kapitalmarknaden bedöms övergripande ha bedrivits i enlighet med det statskuldspolitiska målet.

Bakgrund

Riksgäldskontorets policy för upplåningen

Den största delen av statskulden finansieras genom att ge ut nominella statsobligationer, reala statsobligationer och obligationer i utländsk valuta. Nedan redovisas Riksgäldskontorets policy för upplåningen i respektive instrument samt i vilken omfattning instrumenten har använts under 2014 och 2015.

Nominella statsobligationer

Statsobligationer är Riksgäldskontorets största och viktigaste upplåningskälla. Av den anledningen prioriteras upplåningen i nominella statsobligationer framför andra instrument. Den emitterade volymen är avgörande för likviditeten och prissättningen av nominella statsobligationer på andrahandsmarknaden.

Riksgäldskontoret erbjuder regelbundna emissioner enligt en i förväg fastställd låneplan. Genom att sälja små volymer vid många tillfällen minskar risken för att upplåningen av stora volymer behöver göras vid ofördelaktiga marknadslägen. Samtidigt erbjuds investerare kontinuerligt tillgång till primärmarknaden. Storleken på emissionerna påverkas framför allt av nettolånebehovet på lång sikt.

Policy

- Riksgäldskontoret prioriterar upplåningen i nominella statsobligationer för att upprätthålla en likvid obligationsmarknad.
- Svängningar i lånebehovet hanteras i första hand med penningmarknadsinstrument.
- Riksgäldskontoret eftersträvar en jämn förfalloprofil upp till tio år. Nya tioåriga nominella statsobligationer introduceras med 12–18 månaders mellanrum. När lånebehovet är litet kan Riksgäldskontoret välja att ha längre tid mellan utgåvorna för att säkerställa tillräcklig volym och god likviditet i obligationerna.
- Riksgäldskontoret emitterar främst i den tioåriga- och femåriga löptiden.
- Emissioner i tvååriga löptider förekommer för att understödja likviditeten i terminsmarknaden eller för att sprida upplåningen då lånebehovet är stort. Även emissioner i lån som befinner sig mellan 2, 5 och 10 år kan förekomma för att stödja likviditeten vid bristsituationer.
- När marknadsläget tillåter kan Riksgäldskontoret ge ut obligationer med längre löptid än 12 år.

För 2014 höjdes den planerade emissionstakten i nominella statsobligationer från 74 till 77 miljarder kronor i den första prognosen

2014 (2014:1). Därefter var den planerade emissionsvolymen oförändrad under resten av 2014. I den första prognosen 2015 (2015:1) höjdes den planerade emissionstakten till 86 miljarder kronor per år, för att därefter vara oförändrad under resten av året.

Den 29 januari 2014 introducerades en ny nominell statsobligation, *SGB 1058*, enligt plan. Lånet blev ett tioårigt referenslån i juni 2014. Den 20 maj 2015 introducerades en ny tioårig statsobligation, *SGB 1059*. Lånet blev referenslån i december 2015. Enligt gängse praxis erbjöds byten till de nya statsobligationerna då de introducerades. Ytterligare byten erbjöds innan lånen blev referenslån.

I regeringens riktlinjer för 2013 höjdes det långsiktiga riktvärdet för den utestående stocken av statsobligationer med löptid längre än tolv år från 60 till 70 miljarder kronor. Riktvärdet var oförändrat under 2014 och 2015. Riksgäldskontoret har löpande undersökt intresset för långa obligationer. Under 2014 bedömdes intresset tidvis som tillräckligt stort för att emittera i det långa segmentet. Vid tre tillfällen emitterades då en sammanlagd volym av 1,5 miljarder kronor i det längsta utestående lånet. Vid slutet av 2014 uppgick den utestående stocken till 54,8 miljarder kronor, jämfört med 53,3 miljarder kronor i slutet av 2013. Under 2015 bedömdes intresset inte vara tillräckligt stort för att emittera ytterligare långa obligationer, varför den utestående volymen vid årets slut var samma volym som vid årets början (se även avsnitt 4.2).

Under 2014 och 2015 hölls samtliga försäljningar av nominella statsobligationer i auktionsform. Under 2014 hölls 22 auktioner om 3,5 miljarder kronor vardera. Under januari och februari 2015 var den erbjudna volymen också 3,5 miljarder kronor per auktionstillfälle. Från början av mars höjdes den erbjudna volymen till 4 miljarder kronor per auktion. Under den femåriga utvärderingsperioden var teckningskvoten i auktionerna som högst 2014 (3,03). För 2015 uppgick teckningskvoten till 2,51, vilket i princip motsvarade genomsnittet för femårsperioden som var 2,49. Det särskilt låga ränteläget 2015 gjorde att snitträntan i auktionerna var lägst detta år (0,48 procent). Snitträntan för hela femårsperioden var 1,54 procent. I tabell 5.6 redovisas teckningskvoter och snittränta för hela utvärderingsperioden.

Tabell 5.6 Teckningskvoter och snittränta per år

Nominella statsobligationer	2011	2012	2013	2014	2015
Teckningskvot ¹	2,43	2,12	2,38	3,03	2,51
Snittränta ²	2,42	1,57	1,87	1,35	0,48

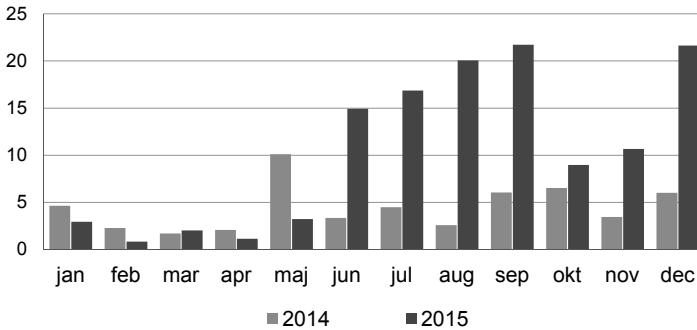
¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

² Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner och syndikering ingår inte.

Källa: Riksgäldskontoret

I syfte att främja likviditeten på statspappersmarknaden erbjuder Riksgäldskontoret marknadsvårdande repor i nominella statsobligationer. Av figur 5.4 framgår att de marknadsvårdande reporna i nominella statsobligationer var betydligt högre 2015 än 2014. Detta är en indikation på att likviditeten på marknaden för nominella statsobligationer har försämrats.

Miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret

En förklaring till att Riksgäldskontorets marknadsvårdande repofacilitet utnyttjats mer än tidigare är att Riksbanken under 2015 köpt nominella statsobligationer till ett nominellt värde av 135 miljarder kronor (se avsnitt 6). En del av dessa obligationer ägdes tidigare sannolikt av investerare som kunde tänka sig att repa ut dem. Riksbanken repar däremot inte ut några obligationer.

Reala statsobligationer

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.

Policy

- Riksgäldskontoret eftersträvar en jämn förfalloprofil för realskulden.
- Den långsiktiga ambitionen är att fördela realskulden över fler löptider med mindre utestående volym i varje obligation.
- Nya realobligationer matchas löptidsmässigt med statsobligationer så långt detta är möjligt.
- Auktioner hålls regelbundet och med små volymer för att minska risken att man lånar stora volymer vid ofördelaktiga marknadslägen.

I avsnitt 4.1 redovisades regeringens riktlinjer för realskulden och Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna. Den långsiktiga andelen real kronsuld sänktes från 25 till 20 procent från 2014 till 2015 till följd av ändrade beräkningsprinciper. I uppföljningen framgick att realandelen legat lägre än riktvärdet. Avvikelsen bedöms rimlig ur ett kostnads-perspektiv då stora ökningarna eller minskningar i nettolånebehovet inte kan mötas med stora ändringar i stocken av realobligationer. Riksgäldskontoret har inte heller möjlighet att anpassa realskuldens andel med hjälp av derivat på samma sätt som i valutaskulden.

I tabell 5.7 redovisas förändringarna i den reala kronsulden 2014 och 2015. Vid 2014 års början uppgick den reala kronsulden till 197,8 miljarder kronor och vid 2015 års slut till 183,3 miljarder kronor. Under 2014 löpte realobligationer till ett värde av 3,2 miljarder kronor till

förfall, medan nyupplåningen uppgick till 16,8 miljarder kronor. Motsvarande löpte realobligationer till ett värde av 23,3 miljarder kronor till förfall under 2015, medan nyupplåningen detta år uppgick till 17,3 miljarder kronor. Inflationsuppräknigen minskade skulden med 3,6 respektive 6,0 miljarder kronor under 2014 och 2015.

Tabell 5.7 Förändringar i den reala kronskulden

<i>Miljarder kronor</i>	2014	2015
Utestående skuldstock vid årets början	197,8	203,2
Auktioner	16,8	17,3
Netto av auktionsbyten	-0,1	-1,6
Förfall	-3,2	-23,3
Netto av marknadsvårdenade byten	-4,3	-6,3
Riksgäldsspar real	-0,2	-0,2
Övertagna obligationer	0,0	-0,1
Övrig marknadsvård	iu	0,3
Inflationsuppräknigen	-3,6	-6,0
Utestående skuldstock vid årets slut	203,2	183,3

Källa: Riksgäldskontoret

Marknadsförutsättningarna för försäljning av realobligationer var tidvis svåra och oförutsägbara under 2014 och 2015. Allt lägre inflationsförväntningar i kombination med räntenedgången fick till följd att efterfrågan varierade kraftigt. Under 2015 kunde Riksgäldskontoret trots det behålla den utbudna årsvolymen på samma nivå som året innan. Budvolymen var något högre än året innan och alla auktioner utom två blev fullteknade. Teckningskvoten i auktionerna steg från i genomsnitt 2,98 under 2014 till 3,41 under 2015. Samtidigt minskade snitträntan från 0,03 till -0,78 procent (tabell 5.8).

Tabell 5.8 Teckningskvoter och snittränta per år

Reala statsobligationer	2011	2012	2013	2014	2015
Teckningskvot ¹	5,24	5,83	5,88	2,98	3,41
Snittränta ²	0,55	-0,01	0,23	0,03	-0,78

¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

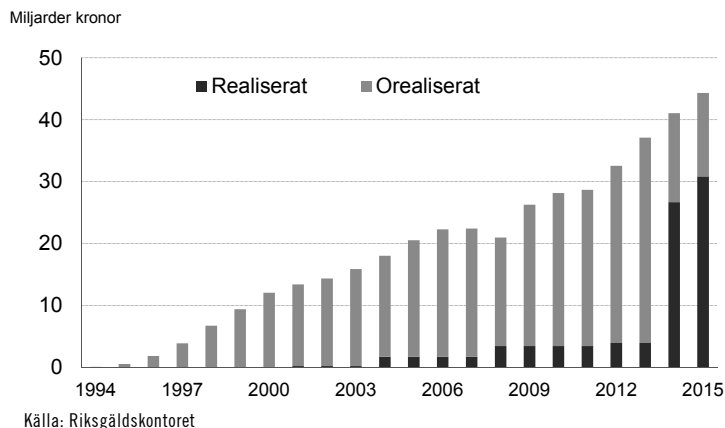
² Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår inte.

Källa: Riksgäldskontoret

Sedan 1994 då realobligationer introducerades har kostnaden för realupplåningen varit lägre än för en hypotetisk upplåning i statsobligationer med samma löptid. Förklaringen till detta är att inflationen varit lägre än vad den genomsnittliga break even-inflationen varit i emissionerna. Figur 5.5 visar att det kalkylmässiga resultatet sedan 1994 ackumulerats till 44,3 miljarder kronor, varav 30,8 miljarder kronor är realiserat. En stor del av resultatet (27,4 miljarder kronor) realiserades under utvärdringsperioden i samband med att tidigare reala obligationslån löpte till förfall. En stor del av det realiserade resultatet kommer från när realstocken byggdes upp under de första åren. Break even-inflationen låg då på en betydligt högre nivå än vad den sedan gjort.

Vid 2015 års slut hade 13,5 miljarder kronor av det kalkylmässiga resultatet ännu inte realiserats. Det slutliga resultatet för denna del beror på den framtida inflationsutvecklingen fram till dess reallånen förfaller. Inflationsuppräknningen under 2015 blev 0,1 procent mätt som utvecklingen av KPI.¹⁸ Skr. 2015/16:104

Figur 5.5 Kalkylmässigt resultat realupplåning



I syfte att förbättra likviditeten i realobligationsmarknaden erbjuder Riksgäldskontoret att löpande byta en realobligation mot en annan. När Riksbanken under våren 2015 började köpa statsobligationer förekom spekulationer på marknaden om att även realobligationer skulle omfattas. Riksgäldskontorets återförsäljare upplevde då att likviditeten på marknaden för realobligationer försämrades. För att motverka detta beslutade Riksgäldskontoret att utöka bytesvolymerna.

Byteserbjudandet upphör när en realobligation har ett år kvar till förfall. I stället erbjuds en begränsad återköpsfacilitet. Målet är att ett obligationslån inte ska vara större än 20 miljarder kronor när det förfaller, eftersom stora förfall kan medföra påfrestningar för marknaden. Som framgår av policyn eftersträvar Riksgäldskontoret en jämn förfalloprofil för realskulden. Ambitionen att fördela realskulden över flera löptider minskar behovet av byten och återköp i korta obligationer. Tanken är att de utestående stockarna på sikt inte ska vara större än att de kan förfalla utan att orsaka problem. Den genomsnittliga repovolymen i realobligationer (per månad) var 180 miljoner kronor under 2015 jämfört med 260 miljoner kronor under 2014. De marknadsvärdande reporna i realobligationer har väsentligt lägre volymer än motsvarande repor i statsobligationer, jämför med figur 5.4.

Obligationer i utländsk valuta

Genom att ge ut obligationer i utländsk valuta sprids finansieringen av statsskulden på flera marknader och investerarbaser blir bredare. Till

¹⁸ Realobligationerna är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning. Siffran avser därför inflationen under perioden oktober 2014 till oktober 2015.

skillnad från när statsobligationer auktioneras, använder Riksgäldskontoret syndikering för att sälja publika obligationer i utländsk valuta (se faktaruta i slutat av detta avsnitt).

På den internationella kapitalmarknaden kan Riksgäldskontoret låna stora belopp på kort tid. Det finns därför skäl att regelbundet låna i utländsk valuta även när lånebehovet är litet, eftersom man då upprätthåller beredskapen att låna större belopp om det skulle behövas. Av samma anledning prioriteras utgivning av publika obligationer framför privatplaceringar när valutaupplåningen är liten.

Policy

- Obligationer i utländsk valuta är ett komplement till obligationer i svenska kronor. Hur mycket som emitteras i utländsk valuta beror främst på nettolånebehovets storlek.
- Även då nettolånebehovet är litet emitterar Riksgäldskontoret mindre belopp i utländsk valuta för att upprätthålla marknadsnärvaron.
- Riksgäldskontoret finansierar också vidareutlåningen till Riksbanken genom att ge ut obligationer och commercial paper i utländsk valuta.

Val av tidpunkt för en emission och val av pris (ränta) vid emissions-tillfället kan vara avgörande för ett lyckat resultat. Från Riksgäldskontorets sida handlar det om att lyckas låna upp den volym som planerats och göra det så billigt som möjligt i ett längre perspektiv. Det är då viktigt att både välja tidpunkt och den ränta som erbjuds vid försäljningen på ett väl avvägt sätt. Upplåning är en upprepad aktivitet. För att investerare ska vara intresserade av att delta vid nästa tillfälle är det en fördel om investeraren upplever att det inte enbart är emittenten som gjort en lyckad affär. Av detta skäl finns det anledning att bestämma ett pris som innebär att inte alla investerare får tilldelning. Det innebär att efterfrågan finns kvar även efter emissionen och att räntan åtminstone inte stiger på andrahandsmarknaden.

Tabell 5.9 Bruttoupplåning obligationer i utländsk valuta

	2011	2012	2013	2014	2015
Obligationer i utländsk valuta	31	35	137	84	91
statens egen del	0	0	6	25	38
vidareutlåning till Riksbanken	31	35	131	59	53

Källa: Riksgäldskontoret

Under 2014 lånade Riksgäldskontoret upp motsvarande 84 miljarder kronor via den internationella kapitalmarknaden, jämfört med 137 miljarder kronor året innan. Den främsta förklaringen är att ingen nyupplåning gjordes för Riksbankens räkning 2014, utan enbart refinansiering av tidigare lån som gick till förfall (tabell 5.9). Upplåningen för statens egen del på 25 miljarder kronor gjordes i en femårig obligation i euro på motsvarande 20 miljarder kronor och en privatplacering i euro på motsvarande 4,5 miljarder kronor. Upplåningen för Riksbankens räkning på 59 miljarder kronor gjordes i fyra lån på totalt 8,5 miljarder i dollar. Lånens löptider var på mellan två och fem

år.¹⁹ Upplåningen gjordes till förmånliga villkor dels till följd av ett fortsatt lågt globalt ränteläge, dels till följd av investerarnas stora intresse av statspapper med hög kreditvärdighet. I de flesta fallen har räntan till och med varit lägre än för andra stora statliga låntagare, Tyskland och USA undantagna. Dessa länder kan sägas utgöra benchmark för andra länders emissioner i euro och dollar. Utbudet av obligationer med hög kreditvärdighet på de internationella marknaderna var begränsat under 2014. Det ledde till att obligationernas värde ökade på andrahandsmarknaden efter utgivningen, trots låga emissionsräntor.²⁰

Under 2015 uppgick upplåningen på den internationella kapitalmarknaden till 91 miljarder kronor, dvs. något mer än året innan (84 miljarder kronor). Av upplåningen avsåg 38 miljarder kronor statens egen del, medan 53 miljarder kronor avsåg vidareutlåning till Riksbanken. För upplåningen av medel för statens egen del emitterades en tvåårig privatplacering och två publika obligationer på tre respektive fem års löptid, alla i amerikanska dollar. För Riksbankens räkning emitterades två lån på totalt 4,8 miljarder i dollar samt ett lån på 1,5 miljarder i euro. Lånens löptider var på tre respektive fem år enligt Riksbankens önskemål. Upplåningen gjordes till fortsatt förmånliga villkor till följd av det låga ränteläget och investerarnas intresse av statspapper med hög kreditvärdighet. Det internationella utbudet av obligationer med högsta kreditvärdighet var även begränsat under 2015. Endast Tyskland och USA kunde låna till lägre räntor än Sverige. Osäkerheten kring penningpolitiken i USA och återköpsprogram från ECB skapade periodvis volatila marknader, vilket fick många investerare att avvakta eller kräva högre riskpremier. Det medförde att Riksgäldskontoret och likvärdiga låntagare under hösten fick betala räntor som låg över den amerikanska swappkurvan. Trots den tidvis oroliga marknaden blev Riksgäldskontorets emissioner övertecknade, vilket ledde till att obligationernas värde ökade på andrahandsmarknaden efter emissionstillfället.

Tabell 5.10 Relativ upplåningskostnad för obligationer i utländsk valuta

Baspunkter	2011	2012	2013	2014	2015
USD Libor ¹	-9	-15	-5	-7	-7
Euribor ²	-55	-51	-11	-15	-24

¹ Tremånaders rörlig bankränta

² Sex månaders rörlig bankränta

Källa: Riksgäldskontoret

¹⁹ Löptiderna på de lån som tagits upp för att finansiera vidareutlåningen till Riksbanken har styrts av Riksbankens önskemål om att inte låna i längre löptider än 5 år.

²⁰ Ett exempel på prissättning är Riksgäldskontorets euroobligation från april som prissattes till 16 baspunkter under swappkurvan. Om man jämför med nivåerna på andrahandsmarknaden för motsvarande löptid vid emissionstillfället låg Riksgäldskontorets ränta 19 baspunkter över Tyskland och 2,5 respektive 3,5 baspunkter under Finland och Nederländerna. Notera också att räntan vid en emission ofta blir högre än noteringarna på andrahandsmarknaden. Det får anses som en mycket låg ränta eftersom Riksgäldskontoret, till skillnad från länder inom euroområdet, inte kan erbjuda stora likvida emissioner i euro.

I tabell 5.10 redovisas Riksgäldskontorets upplåningskostnad i utländsk valuta relativt USD Libor och Euribor. Som framgår av tabellen har upplåningskostnaden i utländsk valuta varit lägre än USD Libor och Euribor under hela utvärderingsperioden, trots att marknaden periodvis präglats av stor osäkerhet. Investerarbasen har varit bred både utifrån kategori och geografi. Centralbanker har utgjort den enskilt största investerarkategorin även om vissa centralbanker som historiskt varit köpare minskade sina innehav. Den största delen av investerarna var asiatiska.

Faktaruta: Publika obligationer och privatplaceringar

Riksgäldskontoret säljer obligationer i utländsk valuta genom s.k. syndikering. Det innebär att Riksgäldskontoret anlitar en grupp av banker, ett syndikat, som genomför försäljningen. Obligationerna marknadsförs offentligt och investerare erbjuds att teckna sig för att köpa obligationer. En sådan obligation kallas för ”publik obligation”, eftersom den säljs öppet till många investerare.

En ”privatplacering” i utländsk valuta är också en obligation, men den marknadsförs inte offentligt utan säljs direkt till en eller ett fåtal investerare. Här anlitas normalt endast en bank för att sälja obligationen. Både publika obligationer och privatplaceringar säljs med dokumentation under engelsk lag och benämns euroobligationer. En euroobligation kan ges ut i valfri valuta.

Skälen för regeringens bedömning: Upplåningen i nominella statsobligationer har prioriterats för att upprätthålla en likvid obligationsmarknad. Upplåningen har bedrivits i auktionsform. Teckningskvoten i auktionerna var i genomsnitt 2,49 under utvärderingsperioden. Den genomsnittliga räntan i auktionerna var 1,54 procent under utvärderingsperioden. Det allt lägre allmänna ränteläget gjorde att snitträntan var 1,35 procent under 2014 och 0,48 procent under 2015. Det senaste året har likviditeten på obligationsmarknaden försämrats. Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor i nominella statsobligationer var betydligt högre 2015 än föregående år.

Upplåningen i reala statsobligationer har ökat under utvärderingsperioden. Ökningen är dock liten i förhållande till den reala kronskuldens storlek. Andelen real kronskuld har legat under den långsiktigt målsatta andelen. Ur ett kostnadsperspektiv bedöms avvikelser som rimliga, eftersom stora ökningar och minskningar i nettolånebehovet inte kan mötas med stora ändringar i stocken av realobligationer. Riksgäldskontoret har inte heller möjlighet att anpassa andelen med hjälp av derivat på samma sätt som valutaskulden. Vid 2015 års slut uppgick det kalkylmässiga resultatet (sedan 1994 då realobligationer introducerades) till 44,3 miljarder kronor, varav 30,8 miljarder kronor realiserats. Realskuldens främsta syfte är dock att bidra till diversifiering och sänkt risk i statsskuldportföljen.

Upplåning med obligationer i utländsk valuta sprider den underliggande finansieringen på fler marknader och breddar investerarbasen. Upplåningsformen innebär också att lånekanalerna till den internationella kapitalmarknaden hålls öppna, vilket gör det möjligt att i krisperioder låna mycket stora belopp. En alltför snabb ökning av den inhemska

lånestocken kan även leda till högre inhemska räntor. Upplåningen med obligationer i utländsk valuta har gjorts med goda villkor under utvärderingsperioden. Investerarbasen bedöms vara bred med avseende på såväl kategorier som geografiska områden.

Sammanfattningsvis bedöms den totala bruttoupplåningen på kapitalmarknaden ha gjorts på ett rimligt sätt. Tillsammans med kostnads- och riskuppföljningen, som redovisas i avsnitt 3, tyder detta på att upplåningen har bedrivits i enlighet med målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

5.5 Penningmarknadsupplåningen

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets upplåning på penningmarknaden bedöms övergripande ha bedrivits i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.

Bakgrund

Inledning

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. Det finns ingen skarp gräns mellan reguljär upplåning och likviditetsförvaltning. Exempelvis används statsskuldväxlar både i Riksgäldskontorets låneplan och för att inom likviditetsförvaltningen möta temporära svängningar i lånebehovet.

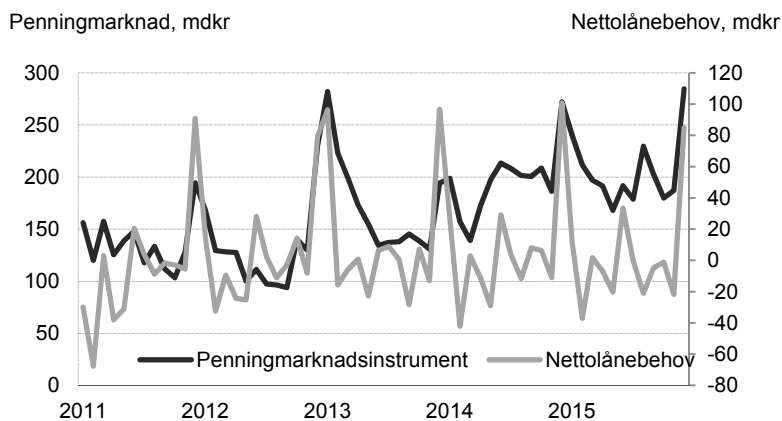
Statsskuldväxlar

Med statsskuldväxlar kan Riksgäldskontoret låna på korta löptider i kronmarknaden. Statsskuldväxlar emitteras regelbundet via auktioner.

Policy

- Riksgäldskontoret ger ut statsskuldväxlar med löptider upp till sex månader.
- Var tredje månad ger Riksgäldskontoret ut en sexmånadersväxel. Övriga månader introduceras en ny tremånadersväxel.
- De två statsskuldväxlar med kortast löptid emitteras löpande vid behov, liksom likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skraddarsydda löptider).

Under 2015 analyserade Riksgäldskontoret möjligheten att fördela statsskuldväxelstocken på fler mindre utgåvor. Efter synpunkter från marknadsaktörerna bedömde dock Riksgäldskontoret att det saknades förutsättningar för att öka antalet utestående statsskuldväxlar.

Figur 5.6 Penningmarknadsinstrument och nettolånebehov

Källa: Riksgäldskontoret

Upplåningen med statsskuldväxlar anpassas i viss mån efter säsongsvariationer i lånebehovet. Växelstocken är vanligtvis som störst i december när statens nettolånebehov är som störst (se figur 5.6).

Tabell 5.11 Statsskuldväxelstock vid årets slut

Miljarder kronor	2011	2012	2013	2014	2015
Statsskuldväxlar	72	105	94	88	141

Källa: Riksgäldskontoret

Vid 2015 års slut var den utestående stocken statsskuldväxlar 141 miljarder kronor, vilket kan jämföras med 88 miljarder kronor vid föregående års slut. Ökningen var större än planerat, eftersom Riksgäldskontoret emitterade mer än planerat inom ramen för likviditetsförvaltningen (se avsnitt om Likviditetsförvaltning nedan).

Den genomsnittliga räntan i statsskuldväxelauktionerna har successivt minskat över utvärderingsperioden. Under 2015 var den genomsnittliga räntan -0,34 procent jämfört med 0,41 procent under föregående år. De låga räntorna är ett resultat av Riksbanken sänkt reporäntan samt av låga inflationsförväntningar. Teckningskvoten har varit stabil runt 2,15 bortsett från 2011 då den var 1,80.

Tabell 5.12 Teckningskvoter och snittränta per år

Statsskuldväxlar	2011	2012	2013	2014	2015
Teckningskvot ¹	1,80	2,15	2,14	2,21	2,15
Snittränta ²	1,60	1,14	0,90	0,41	-0,34

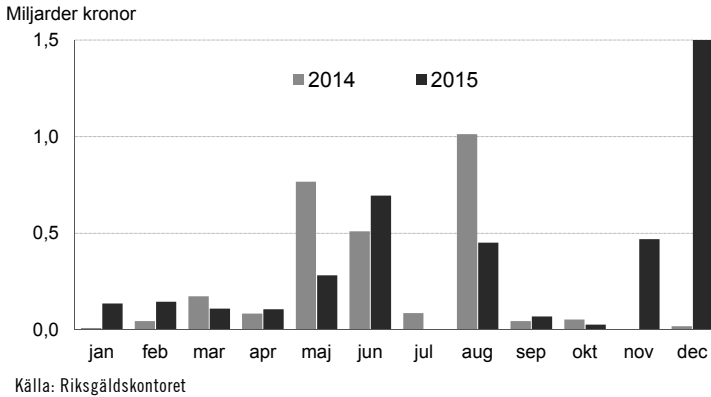
¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.² Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår inte.

Källa: Riksgäldskontoret

De marknadsvårdande reporna har under 2015 legat på ungefär samma volymer nivå som året innan. Undantaget var december månad. Bakgrunden till det kan vara att affärsbankerna ofta vill krympa sina balansräkningar inför bokslut, vilket gör dem ovilliga att ta emot inlåning

över årsskiftet. Det betyder i sin tur att aktörer som behöver placera sin likviditet på kort sikt måste söka andra placeringsalternativ, exempelvis statsskuldväxlar. Inför årsskiftet 2015/16 föreföll många banker vara än mer ovilliga att ta emot inlåning än tidigare. Det skulle kunna förklaras av att storleken på en banks skulder vid årets utgång numera utgör grund för den nya resolutionsavgiften. Bankerna har därför fått ännu starkare incitament att krympa sina balansräkningar.

Figur 5.7 Marknadsvårdande repor, månadsgenomsnitt



Commercial paper

Riksgäldskontoret kompletterar statsskuldväxelupplåningen med att ge ut commercial paper i utländsk valuta, dvs. värdepapper med kort löptid. Om lånen valutasäkras blir de i praktiken en ersättning för växelupplåningen. Fördelen med commercial paper är att Riksgäldskontoret kan utnyttja den internationella efterfrågan på korta statspapper i utländsk valuta. På den internationella penningmarknaden kan Riksgäldskontoret låna stora belopp på kort tid, vilket är värdefullt om man ska parera stora variationer i statens kassaflöden.

De senaste åren har commercial paper blivit ett allt viktigare instrument för Riksgäldskontoret. En anledning till det är att marknaden för statsskuldväxlar inte haft tillräckligt djup för att Riksgäldskontoret snabbt ska kunna öka växelstocken när lånebehovet på kort varsel blivit större än väntat. Under 2015 har marknaden för commercial paper fungerat väl. Den enda händelse som temporärt förändrade situationen var när den amerikanska centralbanken höjde styrräntan. Højningen föregicks av stor osäkerhet på marknaden. Från att ha framstått som mycket likvid avstannade marknaden tillfälligt. Riksgäldskontoret valde då att i stället emittera commercial paper i brittiska pund.

Under 2015 emitterade Riksgäldskontoret commercial paper för motsvarande 228 miljarder kronor, varav 207 miljarder för statens egen räkning. Av beloppet emitterades motsvarande 205 miljarder kronor i amerikanska dollar och resten i brittiska pund. I tabell 5.13 redovisas den utestående volymen commercial paper vid årets slut, fördelat på finansiering för statens egen del respektive vidareutlåning till Riksbanken.

Tabell 5.13 Stock av commercial paper vid årets slut

Miljarder kronor	2011	2012	2013	2014	2015
Commercial paper	43	77	39	124	87
statens egen del	19	62	20	117	78
vidareutlåning till Riksbanken	24	15	19	6	9

Källa: Riksgäldskontoret

Likviditetsförvaltning

Inom likviditetsförvaltningen kan Riksgäldskontoret låna eller placera pengar så att staten varje dag kan fullgöra sina betalningsåtaganden. Utöver statsskuldväxlar och commercial paper används även banklån respektive banktillgodohavanden (deposits), likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skräddarsydda löptider), bilaterala repor och trepartsrepor (repor mot en korg av säkerheter som administreras av en tredje part).

Policy

- Riksgäldskontoret ska hantera statens dagliga låne- och placeringsbehov på ett kostnadseffektivt och säkert sätt i både kronor och utländsk valuta.
- Statens in- och utgående kassaflöden ska matchas i möjligaste mån.
- Valutaväxlingar mellan kronor och andra valutor sprids jämnt över året.

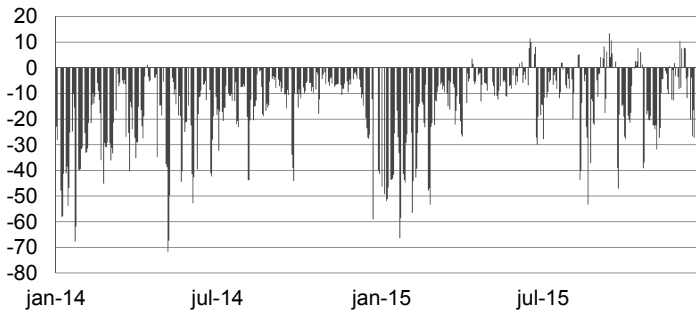
Penningmarknaden har de senaste åren präglats av låga inflationsförväntningar och fallande räntor. Under 2015 sänkte Riksbanken reporäntan vid tre tillfällen, från noll procent vid årets början till -0,35 procent i början av juli. I februari beslutade Riksbanken att köpa statsobligationer. Köpen utökades under året och vid utgången av 2015 hade Riksbanken köpt statsobligationer för 135 miljarder kronor (se avsnitt 6). Obligationsköpen medförde att banksystemets likviditetsöverskott gentemot Riksbanken ökade från 50 till 214 miljarder kronor under året.

Det stora likviditetsöverskottet medförde att det varit lättare för Riksgäldskontoret att kortfristigt låna pengar än att placera pengar på depositmarknaden. Tidigare kunde Riksgäldskontoret både låna och placera över natten till reporäntan, men under året har räntan vid placeringar ofta legat 10 baspunkter under reporäntan. För att undvika placeringar över natten har Riksgäldskontoret därför planerat likviditeten så att det vanligtvis uppstår ett lånebehov i slutet av dagen. Planeringen förutsätter bra prognoser över statens nettolånebehov på dagsbasis. Trots att Riksgäldskontorets dagsprognoser i allmänhet har hög precision uppstår ibland betalningar som är svåra att förutse (avsnitt 5.2 figur 5.3).

Resultatet för likviditetsförvaltningen beror på storleken på statens betalningar och på den ränta som Riksgäldskontoret kan låna och placera till. Figur 5.8 visar Riksgäldskontorets transaktioner på den del av depositmarknaden som har kortast löptid, den s.k. dagslånemarknaden. Här framgår tydligt att Riksgäldskontoret vanligtvis lånar pengar över natten.

Figur 5.8 Volymer i dagslåne marknaden

Miljarder kronor

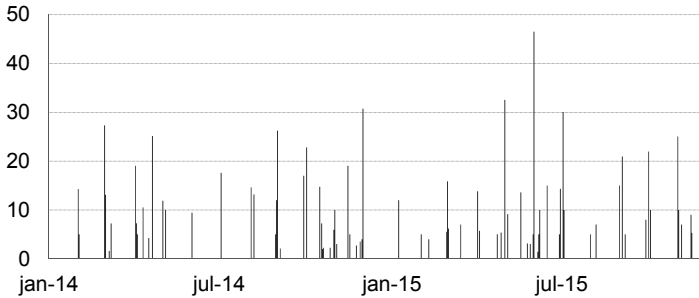


Källa: Riksgäldskontoret

Genom att ha bra framförhållning kan Riksgäldskontoret låna och placera till bättre villkor. Exempelvis kan man då utnyttja möjligheten att placera överskott i repor, vilket ger högre ränta än placeringar i depositmarknaden. Riksgäldskontorets placeringar via repor illustreras i figur 5.9.

Figur 5.9 Volym i omvända repor och trepartsrepor

Miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret

Nya och förfallande lån, räntebetalningar, EU-betalningar och säkerhetsöverföringar (CSA-flöden) är exempel på sådant som genererar flöden i utländsk valuta. Riksgäldskontoret gör prognoser över valutaflöden och växlar vanligtvis nettot av alla flöden i jämn takt över prognosperioden. Eftersom bruttoflödena inte har jämn fördelning över tiden används s.k. FX-swappar för att förflytta flödena över tiden.

Riksgäldskontorets styrelse beslutar om maximal avvikelse från en jämn växlingsbana. Under 2014 var avvikelserna mindre än denna limit för samtliga månader. Under 2015 gjordes dock ett avsteg från att hålla helt jämn växlingstakt. För att hantera valutakursförluster höjdes takten i juni för att åter sänkas i september. Beslutet innebar en något förhöjd risk för att växlingar skulle utföras vid ogynnsamma tillfällen, eftersom de skedde över kortare tid. Förutom de växlingar som följde av att regeringen beslutat att minska valutaskulden (avsnitt 4.1) minskades även exponeringen i euro.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets upplåning på penningmarknaden görs främst genom att ge ut statsskuldväxlar och commercial paper. Instrumenten används både i den reguljära upplåningen och inom ramen för likviditetsförvaltningen. Teckningskvoten i statsskuldväxelauktionerna har stabilt varit runt 2,15 under utvärderingsperioden, bortsett från 2011 då den var 1,80. Ett allt lägre ränteläge har gjort att snitträntan i statsskuldväxelauktionerna har minskat från 1,60 procent 2011 till -0,34 procent 2015.

Commercial paper har under senare år blivit ett allt viktigare instrument. Tillgången till internationell efterfrågan på kort upplåning är värdefull i situationer när marknaden för statsskuldväxlar inte är tillräckligt djup för att med kort varsel öka växelstocken. På så sätt kan refinansieringsrisken reduceras samtidigt som påverkan på den svenska penningmarknaden minskar. När lånen valutasäkras blir de i praktiken en ersättning för växelupplåningen.

Likviditetsförvaltningen syftar till att säkerställa att staten varje dag kan fullgöra sina betalningsåtaganden. Genom att en väl fungerande prognosverksamhet och bevakning om hur upplåningen kan göras på billigast sätt kan kostnaderna för likviditetsförvaltningen hållas nere. Upplåningskostnaderna har vanligtvis varit under Riksbankens reporänta.

5.6 Vidareutlåning i utländsk valuta

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets vidareutlåning i utländsk valuta har bedrivits i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.

Bakgrund

Vidareutlåning

Riksgäldskontoret får enligt budgetlagen ta upp lån för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv (5 kap. 1 § 5). Vidareutlåningen till Riksbanken har gjorts i syfte att förstärka valutareserven så att Sverige ska vara bättre rustat för störningar och kriser. Den utökade valutareserven har främst motiverats av det svenska banksystemets omfattande marknadsfinansiering i utländsk valuta. Upplåningen har tagits upp efter begäran från Riksbanken. Vidareutlåning i utländsk valuta görs även till andra stater, efter beslut av riksdagen.

All vidareutlåning påverkar statens nettolånebehov och därmed även statsskulden (såväl okonsoliderad som konsoliderad statsskuld samt Maastrichtskulden). Däremot påverkas inte statens finansiella sparande av vidareutlåningen, eftersom staten får en lika stor fordran. Vidareutlåningen påverkar inte heller skuldandelar och löptidsmätt, vilket innebär att styrningen av statsskulden inte påverkas.

Vidareutlåning till Riksbanken

Riksgäldskontorets vidareutlåning till Riksbanken uppgick till 240 miljarder kronor vid 2015 års slut (mätt med valutakurserna den sista

december).²¹ Nyupplåningen gjordes under 2009 och 2013 med motsvarande 100 miljarder kronor respektive år. Därefter har lånen refinansierats. Eftersom kronkursen var svagare vid 2015 års slut än då lånen ursprungligen togs upp, har det totala vidareutlåningsbeloppet uttryckt i kronor ökat. Finansieringen av vidareutlåningen är i princip öronmärkt för ändamålet och har koncentrerats till större benchmarklån på kapitalmarknaden med löptider upp till fem år. Lånen till Riksbanken har normalt samma löptid, valuta och ränta som de obligationslån Riksgäldskontoret emitterat. För lånen betalar Riksbanken ränta som motsvarar Riksgäldskontorets kostnader för lånen samt administrativa kostnader förknippande med lånen.

Under 2015 refinansierade Riksgäldskontoret lån för Riksbankens räkning för motsvarande 53 miljarder kronor: två lån på totalt 4,8 miljarder dollar och ett lån på 1,5 miljarder euro. Därutöver lånade Riksgäldskontoret upp motsvarande 9 miljarder kronor i commercial paper för Riksbankens räkning (se tabell 5.5).

Vidareutlåning till andra stater

Efter beslut från riksdagen och på uppdrag av regeringens har Riksgäldskontoret tagit upp lån för vidareutlåning till Irland. Låneavtalet mellan Sverige och Irland på 600 miljoner euro undertecknades i maj 2012. Upplåningen för vidareutlåning till andra stater öronmärks inte utan hanteras som övriga betalningar inom staten. Utlåningen till Irland uppgick till 600 miljoner euro vid slutet av 2015.²²

Faktaruta: Swappar mellan kronor och utländsk valuta

Riksgäldskontoret kan låna i utländsk valuta på två sätt:

Ge ut obligationer i utländsk valuta, eller ge ut statsobligationer och swappa de upplånade kronorna till utländsk valuta.

Upplåning i kronor kombinerat med swappar sker i följande steg:

- 1) Riksgäldskontoret ger ut en statsobligation i kronor.
- 2) Den fasta räntebetalningen för statsobligationen byts mot en rörlig ränta i kronor via en ränteswapp.
- 3) Den rörliga räntan i kronor byts mot en rörlig ränta i utländsk valuta med hjälp av en basswapp.
- 4) Inom ramen för basswappen växlas samtidigt kronor till utländsk valuta i en avistatransaktion (initial växling). Samtidigt förbinder sig Riksgäldskontoret att göra en omvänd växling när swappen förfaller till en förutbestämd kurs (slutlig växling). Detta åtagande är en terminsväxling av den utländska valutan som köpts i avistaväxlingen till kronor.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen styr inte vidareutlåning i utländsk valuta med någon enskild riktlinje. Vidareutlåningen i utländsk valuta påverkar inte heller styrningen av statsskulden indirekt

²¹ Fördelat på 5,5 miljarder euro och 22,6 miljarder amerikanska dollar.

²² Mätt med valutakursen den sista december 2015 motsvarade detta 5,5 miljarder kronor.

trots att nettolånebehovet och statsskulden påverkas.²³ På samma sätt som för den övriga upplåningen och skuldförvaltningen är dock det övergripande målet för statsskuldspolitiken (kostnadsminimering med beaktande av risk) vägledande för vidareupplåningen i utländsk valuta.

Regeringen har i tidigare skrivelse (skr. 2013/14:196) bedömt att det ökade nettolånebehov som följde av finansieringen av vidareutlåningen till Riksbanken 2009 och 2013 inte i någon nämnvärd utsträckning påverkade de svenska räntorna. I skrivelsen konstaterades även att Riksgäldskontoret fick internationell uppmärksamhet för goda villkor i den upplåning som gjordes för Riksbankens räkning under 2013. Den ökade obligationsupplåningen i utländsk valuta bedöms även ha bidragit till att upprätthålla en bredare utländsk investeraras, vilket reducerar finansieringsrisken. Regeringen bedömer att Riksgäldskontorets upplåning för vidareutlåning har bedrivits kostnadseffektivt och i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.

5.7 Derivatinstrument

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets användning derivatinstrument för att följa regeringens riktlinjer för styrning av valutaskulden och löptiden har bidragit till lägre kostnad och risk.

Bakgrund

Användningen av derivatinstrument

Riksgäldskontoret använder derivatinstrument för att uppnå önskad exponering i valutor och löptider. Genom att använda derivatinstrument kan Riksgäldskontoret låna på ett flexibelt och effektivt sätt samtidigt som riskerna hålls inom de ramar som anges i regeringens riktlinjer.

Ränteswappar

Ränteswappar används för att förkorta skuldens duration (löptid). Genom att ingå ränteswappar kan Riksgäldskontoret emittera mer i nominella obligationer och mindre i korta löptider för att därigenom minska refinansieringsrisken.

Policy

- Swapparnas löptid anpassas efter löptiden i statsobligationerna som emitteras under året.
- Swapptransaktionerna sprids jämnt över året.

Swapparna bidrar till att sänka kostnaden för statsskulden genom att durationen kan göras kortare. Samtidigt kan Riksgäldskontoret upprätthålla god likviditet i marknaden för nominella statsobligationer, vilket också bidrar till lägre kostnader. Det skulle sannolikt vara svårt att uppnå

²³ Skuldmåttet för styrning är detsamma som okonsoliderad statsskuld, justerat för fordringar i vidareutlåning och förvaltningstillgångar (se faktaruta avsnitt 2.2).

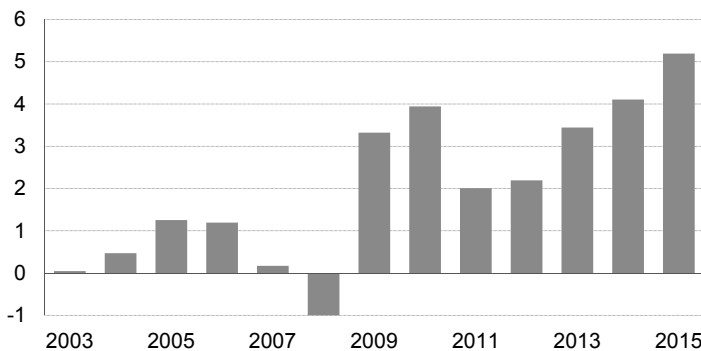
samma duration utan swappar genom att ersätta lång upplåning med kort. Marknaden för statskuldväxlar är inte heller lika djup som den för statsobligationer och refinansieringsrisken skulle öka.

Under 2014 och 2015 swappade Riksgäldskontoret 20 respektive 13 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort räntexponering i kronor. Den genomsnittliga swappspreaden var 36 respektive 44 baspunkter. Swappspreaden är skillnaden mellan den fasta räntan på en swapp och räntan på en statsobligation med samma löptid. Volymen ränteswappar under 2015 blev mindre än vad som planerades, eftersom Riksgäldskontoret i slutet av året tog höjd för den förlängning av statskuldens löptid som regeringen beslutat om i riktlinjerna för 2016. Bakgrunden till förlängningen är att Riksgäldskontoret bedömer att kostnadsskillnaden mellan kort och lång upplåning är betydligt mindre än den varit historiskt sett.

Sedan starten 2003 har användningen av ränteswappar minskat kostnaderna för statskulden med 26 miljarder kronor. Den stora besparingen kan främst härledas till att räntorna fallit under lång tid. Under perioder med stigande räntor blir resultatet väsentligt lägre och kan till och med bli negativt. Under 2014 och 2015 blev emellertid det kalkylmässiga resultatet 4,1 respektive 5,2 miljarder kronor (figur 5.10). Resultatet är beräknat som skillnaden mellan den rörliga ränta Riksgäldskontoret betalat och den fasta ränta som hittills har erhållits i swapparna.

Figur 5.10 Nettokassaflöde i ränteswappar

Miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret

Faktaruta: Ränteswappar

En ränteswapp är ett avtal om att byta fast ränta mot rörlig med en motpart. Riksgäldskontoret använder ränteswappar för att förkorta durationen i skulden. Det går 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 en rörlig ränta under tio år i stället för att betala en fast ränta på obligationen.

Den fasta räntan i swappen är normalt högre än den fasta räntan i statsobligationen. Riksgäldskontoret betalar därför 3M Stibor med ett avdrag som motsvarar skillnaden mellan swapp- och obligationsräntan.

Basswappar

Med hjälp av basswappar kan Riksgäldskontoret omvandla lån i kronor till lån i utländsk valuta (se faktaruta avsnitt 5.6). Under 2014 ingicks drygt 9 miljarder kronor i ränteswappar tillsammans med en basswapp där den rörliga räntan i kronor byttes mot en rörlig ränta i utländsk valuta. Under 2015 ingicks inte några nya basswappar eftersom regeringen i riktlinjerna för 2015 beslutade att valutaexponeringen i statsskulden ska minska (avsnitt 4.1).

Valutaterminer

Valutaterminer används för att uppnå den önskade fördelningen mellan olika valutor i valutaskulden.

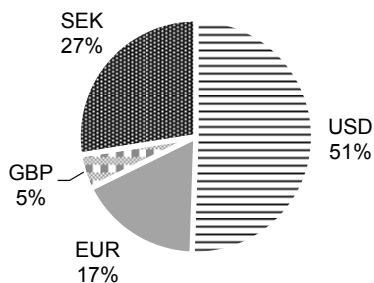
Policy

- För att justera och upprätthålla exponeringen i enskilda valutor används i första hand valutaterminer.
- För att upprätthålla den av regeringen beslutade löptiden för valutaskulden på 0–1 år ingår Riksgäldskontorets valutaterminer med en löptid på 3 månader som ersätts med nya när de förfaller.

Genom att använda derivatinstrument kan Riksgäldskontoret ge ut obligationer i en valuta, men skapa valutaexponeringen i en annan. I figur 5.11 visas hur valutaskulden är finansierad, medan figur 5.12 visar dess exponering mot olika valutor.

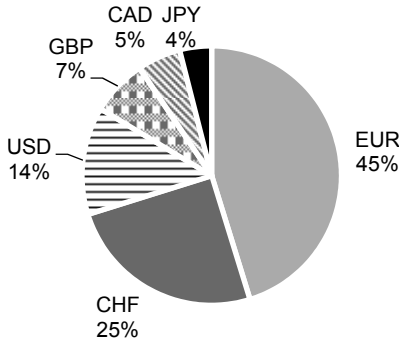
Figureerna visar att skillnaden mellan finansiering och exponering är stor. Trots att hälften av valutaskulden är finansierad i amerikanska dollar är exponeringen mot dollar endast tio procent. Anledningen till att Riksgäldskontoret valt att minska exponeringen mot dollar är att dess värde varierar mycket mot den svenska kronan. Riksgäldskontoret har valt att i stället vara exponerad mot den betydligt stabilare euron (se även avsnitt 4.1).

Figur 5.11 Finansiering av valutaskulden 2015



Källa: Riksgäldskontoret

Figur 5.12 Exponering i valutaskulden



Källa: Riksgäldskontoret

Marknaden för valutaterminer har fungerat väl både under 2014 och 2015. På de marknader där Riksgäldskontoret agerar kan stora volymer hanteras utan att priset påverkas.

Skälen till regeringens bedömning: Riksgäldskontorets användning av ränteswappar har reducerat refinansieringsrisken jämfört om den korta upplåningen hade varit större. Genom att använda valutaterminer har den önskvärda exponeringen i valutaskulden uppnåtts till en lägre kostnad än om finansieringen hade gjorts i de valutor som exponeringen avser.

6 Penningpolitik och statsskuldspolitik

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

Bakgrund

Riksgäldskontorets riktlinjeförslag

I målformuleringen för statsskuldspolitiken framgår att förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer (5 kap. 5 § budgetlagen). Av budgetlagen framgår att regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer (5 kap. 6 §). I samtliga yttranden från Riksbankens avseende Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer har det framgått att förslagen varit förenliga med de krav som penningpolitiken ställer. Riksbanken har ur ett penningpolitiskt perspektiv inte haft något att invända mot Riksgäldskontorets riktlinjeförslag under utvärderingsperioden.

Riksbankens synpunkter på ändrad inriktning för valutaskulden

I yttrandet avseende Riksgäldskontorets förslag för 2015 framgår att Riksbanken välkomnar att riktlinjerna betonar vikten av att upplåningen ska bedrivas så att en god låneberedskap säkerställs i olika valutor. Vidare anger Riksbanken 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 riktlinjerna för 2015 föreslog Riksgäldskontoret en ändrad inriktning för valutaskulden så att valutaexponeringen gradvis ska minska de närmaste åren. Förslag lämnades även om en kompletterande riktlinje för att tydliggöra att den ändrade inriktningen inte ska påverka Riksgäldskontorets möjlighet att låna i utländsk valuta. Förslaget lydde ”Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap”. Regeringen beslutade i enlighet med Riksgäldskontorets förslag.

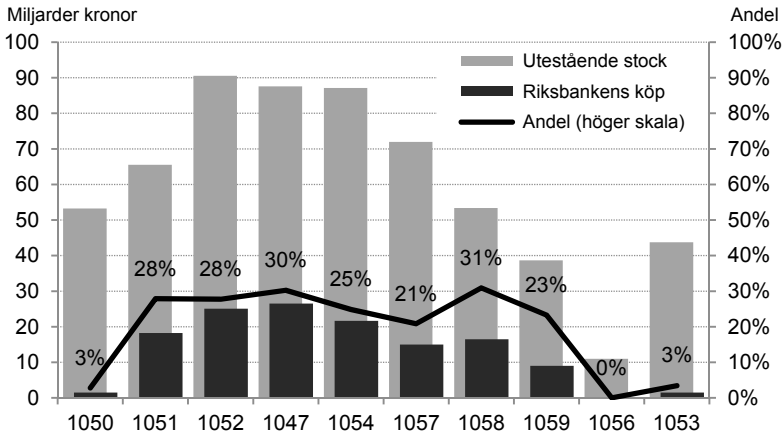
Riksbankens köp av statsobligationer i penningpolitiskt syfte

I februari 2015 beslutade Riksbanken att sänka reporäntan till -0,10 procent, samtidigt som man annonserade begränsade köp av statsobligationer om 10 miljarder kronor. Riksbanken meddelade även att man snabbt skulle köpa obligationer i större skala om det skulle behövas. Syftet med obligationsköpen är att pressa ned det allmänna ränteläget, vilket i sin tur ska bidra till att höja inflationen mot målet om 2 procent.

Obligationssköpen utökades under 2015 och vid årets slut hade Riksbanken köpt statsobligationer till ett nominellt värde av 135 miljarder kronor, motsvarande 22,4 procent av den utestående stocken nominella statsobligationer. Under 2016 avser Riksbanken att köpa statsobligationer för ytterligare 65 miljarder kronor. I juni 2016 förväntas Riksbanken inneha en tredjedel av den utestående stocken nominella statsobligationer.

Riksbankens köp av statsobligationer förändrar varken statens finansieringsbehov eller inriktningen på förvaltningen av statsskulden. Däremot förändras Riksbankens köp av obligationer den utestående stocken obligationer som handlas på marknaden. Det kan därför inte uteslutas att likviditeten i obligationsmarknaden försämras som en följd av att Riksbanken köper statsobligationer. I figur 6.1 framgår Riksbankens köp av de olika nominella statsobligationerna samt den utestående stocken i respektive obligation vid 2015 års slut. På höger axel framgår hur stor del av stocken som Riksbanken köpt av respektive obligation.

Figur 6.1 Riksbankens köp av nominella statsobligationer samt utestående stock, 31 december 2015



Källa: Riksgäldskontoret

Skälen för regeringens bedömning: De yttrande som Riksbanken lämnat avseende Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer under utvärderingsperioden har inte innehållit några invändningar ur ett penningpolitiskt perspektiv.

7 ESV:s uppföljning och regeringens kommentar till den

Sammanfattning: Ekonomistyrningsverket (ESV), som bistått regeringen i utvärderingsarbetet, bedömer att det under utvärderingsperioden tagits flera steg för att göra riktlinjerna mer flexibla utan att för den skull ge avkall på den övergripande styrningen av statsskuld-förvaltningens inriktning och risknivå. Detta har främst gjorts genom att löptidsstyrningen gjorts mer flexibel då fasta värden ersatts med intervall. Att gå ifrån andelsstyrningen av valutaexponeringen är ett annat exempel. ESV delar regeringens bedömning om att valutaexponeringen i statsskuden bör minskas, vilket beslutades i riktlinjerna för 2015.

ESV bedömer att Riksgäldskontoret överlag har uppfyllt regeringens riktlinjer även om den reala skuldens andel låg klart under målet på 20 procent i slutet av 2015. Målet är dock långsiktigt och behöver inte uppnås varje år. ESV konstaterar att marknadens aktörer ger Riksgäldskontoret ett gott betyg vad avser marknadsvårdande insatser.

ESV anser att den enda anledningen till att bedriva upplåning i premieobligationer är om den sänker kostnaden för statsskuden. Om det finns tvivel på den punkten, bör Riksgäldskontoret lägga ned sparformen. Utifrån Riksbankens prognos över reporäntan bedöms premieobligationer som tidigast generera kostnadsbesparingar 2018.

ESV konstaterar att regeringen sänkt Riksgäldskontorets mandat för positionsverksamheten under utvärderingsperioden. ESV gör ingen egen bedömning av vilken risknivå som är rimlig utan konstaterar att detta är en avvägning som regeringen måste svara för. Positionsverksamhetens negativa resultat under utvärderingsperioden stärker dock inte argumentet för ett omfattande mandat.

ESV anser att regeringen bör överväga att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att med utgångspunkt från utländska skuldkontors erfarenheter och forskning inom området utarbeta förslag till riktmärkesportföljer som kan användas för att utvärdera Riksgäldskontorets upplåningskostnader.

Regeringen har liksom tidigare anlitat kompletterande stöd i utvärderingen av statsskuldförvaltningen i syfte att inhämta ett bredare underlagsmaterial samt en djupare analys av enskilda frågeställningar. Tanken är också att den kompletterande uppföljningen ska kunna bidra till vägledning inför framtida beslut om statsskuldspolitiken.

Uppdraget gavs till ESV i myndighetens regleringsbrev för 2015 och 2016. Uppdraget sammanfattas i de tre punkterna nedan:

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under åren 2011–2015 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.
- Analysera hur förutsättningarna för statsskuldförvaltningen påverkats av lågräntemiljön vad gäller både kostnader och risker. ESV är 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*.

Sammanfattning av ESV:s rapport

De viktigaste faktorerna för att hålla nere kostnaderna för statsskulden ligger utanför ramarna för statsskuldförvaltningen. En låg statsskuld och ordning i statens finanser är de viktigaste faktorerna för att säkerställa låga kostnader för statsskulden. De senaste tjugo åren har Sverige successivt förbättrat de offentliga finanserna och därmed sänkt kostnaden för statsskulden. Den globala och svenska räntenedgången har också gett ett kraftigt bidrag till att sänka kostnaden för statsskuldförvaltningen. En återgång till räntenivån som rådde under åren 2003–2008 skulle på lång sikt leda till att ränteutgifterna för statsskulden ökar med 10-tals miljarder kronor även om statsskulden inte ökar i nominella tal.

ESV:s syn på regeringens riktlinjeändringar för statsskuldförvaltningen

Under den gångna femårsperioden har regeringen tagit flera steg för att göra riktlinjerna mer flexibla utan att för den skull ge avkall på den övergripande styrningen av statsskuldförvaltningens inriktning och risknivå. Detta har främst gjorts genom att löptidsstyrningen gjorts mer flexibel då fasta värden ersatts med intervall. Att gå ifrån andelsstyrningen av valutaexponeringen är ett annat exempel. I riktlinjerna för

2015 beslutade regeringen, i enlighet med Riksgäldskontorets förslag, att valutaexponeringen ska minska de närmaste åren. För att begränsa minskningstakten beslutades ett tak på 30 miljarder kronor. En minskningstakt på 20 miljarder kronor planerades. Då valutaexponeringen inte förväntas generera en lägre kostnad samtidigt som räntekostnaderna varierar mer på grund av växelkursrörelser delar ESV regeringens bedömning att valutaexponeringen bör reduceras.

I riktlinjerna för 2014 förtydligades att det långsiktiga riktvärdet för nominella obligationer med löptid med mer än tolv år till förfall ska vara 70 miljarder kronor. I utvärderingen av statsskuldsvärdet som ESV genomförde 2014 konstaterades att den dåvarande målvolymen inte uppnått. Riksgäldskontoret ansåg då att efterfrågan på sådana obligationer var för svag på grund av ändrade regler för livbolagens diskonteringsränta och att upplåningen på riktigt långa obligationer vare dyr. Det uppstod därför en målkonflikt mellan det övergripande målet om kostnadsminimering och riktvärdet för obligationer med en löptid längre än tolv år. ESV bedömer mot den bakgrunden att det var motiverat att regeringen ändrade riktvärdet för långa obligationer så att målkonflikten mellan volymmålet och kostnadsminimering undanröjdes. Förändringen innebar att kostnadsminimering är prioriterad över målet om en viss volym av långa obligationer på kort sikt och att Riksgäldskontoret får avväga när det är kostnadsmässigt rimligt att utöka volymen av obligationer med en löptid över tolv år.

I riktlinjerna för 2015 beslutades om byte av beräkningsmetoder. Löptiden ska mätas som duration i stället för genomsnittlig räntebindningstid. Vidare ska statsskuldens andelar mätas med nominellt belopp i stället för summerade kassaflöden. ESV bedömer att bytet av mått bidrar till ökad transparens vilket är positivt. De tidigare måtten var unika för Riksgäldskontoret och svårigenomträngliga för andra aktörer, medan de nya måtten används internationellt.

ESV konstaterar att regeringen sänkt Riksgäldskontorets mandat för positionsverksamheten under utvärderingsperioden. ESV anser att det är regeringens ansvar att göra en avvägning av vilka kostnader och vilka risker som är rimliga för att ge Riksgäldskontoret möjligheter att parera växelkursrörelser och att utveckla medarbetarnas kompetens. Vidare menar ESV att den negativa utvecklingen för positionsverksamheten under den senaste femårsperioden inte stärker argumentet för ett omfattande mandat.

Regeringens kommentar: Regeringen avser att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera om positionsverksamheten i framtiden kan väntas bidra till sänkta kostnader för statsskuden som helhet.

ESV:s syn på Riksgäldskontorets tillämpning

ESV bedömer att Riksgäldskontoret överlag har uppfyllt regeringens riktlinjer även om den reala skuldens andel låg klart under målet på 20 procent i slutet av 2015. Då det är kostsamt att styra stocken av realobligationer vidtar inte Riksgäldskontoret några omfattande åtgärder för att nå målet. ESV anser att Riksgäldskontoret bör meddela regeringen om det inte anses kostnadseffektivt att nå den målsatta nivån på 20 procent. Målet är dock långsiktigt och behöver inte uppnås varje år. ESV

konstaterar att marknads aktörer ger Riksgäldskontoret ett gott betyg vad avser marknadsvårdande insatser.

Regeringens kommentar: Regeringen instämmer i ESV:s synpunkt om att Riksgäldskontoret tydligare än hittills bör redovisa skälen för förväntade avvikelser från den målsatta långsiktiga andelen real kronsskuld. Redovisningen bör ingå i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer.

ESV:s syn på upplåning via premieobligationer

ESV konstaterar att de låga marknadsräntorna medför att upplåning via premieobligationer ökar kostnaden för statsskuldsvårdningen. Lånen som togs upp 2015 beräknas ha ökat kostnaderna med 45 miljoner kronor jämfört med en upplåning via statsobligationer. Så länge som Riksbanken har negativ reporänta, till första kvartalet 2018 enligt bankens egen prognos i februari, kommer sannolikt upplåning via premieobligationer vara dyrare än upplåning på marknaden. På längre sikt förväntas styrräntan och obligationsräntorna stadigvarande ligga på nivåer som gör det möjligt att låna billigare via premieobligationer än på marknaden. Samtidigt konstaterar ESV att premieobligationer spelar en ringa roll i statsskuldsvårdningen. Den utestående volymen är begränsad, drygt 18 miljarder kronor. Upplåningsformen är inte flexibel i så måtto att det går att öka den markant om statens lånebehov skulle stiga snabbt. Enda anledningen till att upprätthålla lånekanalen är om den sänker kostnaden för statsskuldsvårdningen. Om det finns tvekel på den punkten bör Riksgäldskontoret överväga att lägga ned sparformen.

Regeringens kommentar: Regeringen konstaterar att premieobligationsupplåningen under 2015 gjorts med förlust samt att volymen utestående premieobligationer minskat från 34 till 18 miljarder kronor under utvärderingsperioden. Mot bakgrund av ESV:s beräkningar och minskade volymer premieobligationer de senaste åren, avser regeringen att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera om premieobligationsupplåningen i framtiden bedöms kunna bidra till det statsskuldspolitiska målet.

Riksgäldskontorets process för förvaltning och betalning av statsskulden

ESV har granskat Riksgäldskontorets process för förvaltning och betalning av statsskulden. Granskningen avser i vilken utsträckning det finns dokumenterade rutinbeskrivningar, kriterier eller underlag för de beslut som Riksgäldskontoret fattar, hur upplåningsbesluten dokumenteras, delegeringen inom Riksgäldskontoret samt uppföljningen av målet att minimera statens upplåningskostnader med beaktande av risk. Nedan följer fyra av rekommendationerna.

1. För uppföljning av målet att minimera statens upplåningskostnader med beaktande av risk bör Riksgäldskontoret överväga att använda en förenklad metod som bygger på värdering av emissionsräntor. ESV bedömer att den nuvarande metoden för att mäta periodiserad kostnad är svår att förstå, bl.a. för att den retroaktivt kan ändras för historiska perioder och inte på ett enkelt sätt kan jämföras mot marknadsdata och vedertagna avkastnings- och kostnadsmått.
2. Riksgäldskontoret bör redovisa upplåningskostnadernas risk eftersom en sådan redovisning saknas.

3. Riksgäldskontorets finans- och riskpolicy bör kompletteras med rapportering av kostnaden för skulden och för upplåningen under olika perioder, totalt och uppdelad på åtminstone instrument, valutor och löptider.
4. Regeringen bör överväga att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att med utgångspunkt från utländska skuldkontors erfarenhet och forskning inom området utarbeta förslag till riktmärkesportföljer som kan användas för att utvärdera Riksgäldskontorets upplåningskostnader. En utvärdering av upplåningskostnaderna mot en riktmärkesportfölj skulle utgöra ett komplement till uppföljningen av de mellanliggande målen.

Regeringens kommentar: Regeringen delar ESV:s uppfattning att det, av flera skäl, är svårt att utvärdera i vad mån det övergripande målet om att minimera statsskuldens kostnader med beaktande av risk är uppfyllt. För det första saknas ett entydigt sätt att mäta kostnader. Riksgäldskontoret redovisar därför tre kostnadsmått. För det andra är det inte helt tydligt på vilket sätt risken ska beaktas. Riksgäldskontoret redovisar tidsserier för olika kostnadsmått för att illustrera att kostnaden varierar över tiden, men beräknar inga kvantitativa riskmått. För det tredje saknas möjligheter att kvantitativt avgöra om kostnaden, oavsett hur den mäts, verkligen har minimerats. För att veta det behöver man i princip känna till vilka kostnader som alternativa upplåningsstrategier skulle ha resulterat i.

Regeringen anser att Riksgäldskontoret bör utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas. Riksgäldskontoret bör undersöka om måttet periodiserad kostnad kan förenklas så att det inte beror på antaganden om framtida händelser. Ett mått som beskriver historiska kostnader bör kunna baseras på storheter som har realiserats och som är verifierbara. Riksgäldskontoret bör också rapportera hur mycket kostnaden varierar över tiden genom att redovisa ett riskmått. I detta sammanhang bör Riksgäldskontoret även förtydliga de interna kraven på hur kostnader och risker ska rapporteras.

Regeringen delar även ESV:s uppfattning att skuldförvaltning har många likheter med tillgångsförvaltning och därför borde kunna utvärderas på liknande sätt. Förvaltare av tillgångar utvärderas ofta i förhållande till riktmärkesportföljer (benchmarks). Marknadspraxis är att riktmärkesportföljer sätts samman utifrån den totala mängden värdepapper som finns på den marknad som förvaltaren verkar på. En förvaltare av svenska statspapper utvärderas enligt denna praxis gentemot en riktmärkesportfölj som utgörs av den samlade svenska statsskulden. Att utvärdera Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden på detta sätt försåras av att Riksgäldskontorets eget agerande påverkar riktmärkesportföljens sammansättning. Ett ändamålsenligt riktmärke för Riksgäldskontoret måste således definieras på annat sätt, vilket oundvikligen blir förenat med ett visst mått av godtycke. Tidigare erfarenheter inom Riksgäldskontoret talar för att nyttan av denna form av utvärdering är begränsad, samtidigt som den kräver betydande resurser. Fram till slutet av 1990-talet användes riktmärkesportföljer. De avvecklades dock i samband med att regeringen införde nuvarande ordning med årliga riktlinjer för att styra statsskuldens förvaltning.

Däriigenom fick Riksgäldskontoret större utrymme att anpassa upplåningen till rådande marknadsutveckling och lånebehov.

Av denna skrivelse framgår att regeringen gjort styrningen av statsskuldsförvaltningen mer flexibel under utvärderingsperioden. Det har syftat till att ge Riksgäldskontoret bättre förutsättningar att nå det övergripande målet för statsskuldspolitiken. I det fall en riktmärkesbaserad utvärdering av statsskuldsförvaltningen motverkar denna flexibilitet riskerar utvärderingen att bli kontraproduktiv.

Regeringen avser att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att utreda om det kan anses vara ändamålsenligt att införa någon form av riktmärkesbaserad utvärdering av upplåningskostnaderna. Regeringen noterar att vissa utländska skuldkontor, bl.a. i Finland, Nederländerna och Portugal, har konstruerat riktmärkesportföljer som används för att utvärdera statsskuldsförvaltningen i dessa länder.

Rapport

Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015

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

Datum: 2016-03-11
Dnr: 2.5.1-808/2015
ESV-nr: 2016:28
Copyright: ESV
Rapportansvarig: Jörgen Appelgren

Förord

Uppdraget

Finansdepartementets uppdrag till ESV avseende en extern granskning av statsskuldspolitiken kan sammanfattas i tre punkter:

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under åren 2014 och 2015 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.
- Analysera huruvida förutsättningarna för statsskuldsförvaltningen påverkas av lågräntemiljön vad gäller kostnader och risker.

Uppdragsbeskrivningen i sin helhet återfinns i bilaga 1.

I detta ärende har generaldirektör Mats Wikström beslutat. Utredarna Jörgen Appelgren och Göran Schubert har varit föredragande. I den slutgiltiga handläggningen har också avdelningschef Matts Karlson deltagit.

Skr. 2015/16:104
Bilaga 1

Sammanfattning

Målet för statsskuldsförvaltningen är att långsiktigt minimera kostnaderna samtidigt som risken i förvaltningen ska beaktas. Regeringen sätter de övergripande ramarna vad gäller avvägningen mellan risk och kostnad genom att bestämma riktlinjer för förvaltningen, främst för skuldens fördelning på instrument, valutor och löptider.

Ändrad styrning av valutaskulden

Inför regeringens beslut om 2014 års riktlinjer förslag Riksgälden att andelsstyrningen av valutaskulden skulle ersättas med ett tak. Orsaken var att Riksgälden genomfört nya analyser som indikerade att en fast andel valutaexponering inte minskade risken i termer av kostnadsvariation i statsskulden.

Regeringen valde att inte genomföra en ändring av valutaskuldens andel i avvaktan på ytterligare analys. ESV:s analys visade att den förväntade vinsten av att variera valutaskuldens andel huvudsakligen skulle bygga på Riksgäldens syn på kronans utveckling. ESV menade att det skulle ge en stark signal om en svensk myndighet spekulerade i en kronförsvagning. Vidare skulle det finnas en icke oväsentlig risk att det kunde uppstå en sammanblandning mellan Riksgäldens roll och penningpolitiken.

Inför regeringens beslut om 2015 års riktlinjer återkom Riksgälden med ett nytt förslag till styrning av valutaexponeringen. Regeringen beslutade hösten 2014 i enlighet med Riksgäldens förslag. Riktlinjen för 2015 var att valutaexponeringen planeras minska med 20 miljarder kronor per år och högst med 30 miljarder kronor per år.

Då valutaexponeringen inte förväntas generera en lägre kostnad samtidigt som räntekostnaderna varierar mer på grund av växelkursrörelser delar ESV regeringens bedömning att valutaexponeringen bör reduceras.

Minskat mandat att ta positioner i utländsk valuta

Regeringen sänkte år 2014 Riksgäldens mandat att ta positioner i utländsk valuta från 450 mil-

joner kronor till 300 miljarder kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.

I slutändan är det regeringens ansvar att göra en avvägning av vilka kostnader och vilka risker som är rimliga för att ge Riksgäldens möjligheter att parera växelkursrörelser och att utveckla medarbetarnas kompetens. Den löpande positionstagningen kan sägas utgöra en form av kapitalförvaltning och bör utvärderas enligt marknadspraxis. Den negativa utvecklingen under den senaste femårsperioden, med ett underskott på 293 miljarder kronor totalt för den löpande förvaltningen, stärker inte argumentet för ett omfattande mandat.

Nya beräkningsmetoder för löptider och andelar

Metoden för att mäta löptid och skuldandelar ändrades i riktlinjerna för år 2015. Löptiden ska mätas med duration istället för genomsnittlig räntebindningstid. Vidare ska statsskuldens andelar mätas med nominellt belopp istället för med summerade kassaflöden. Bytet görs för att de tidigare använda måtten varit unika för Riksgälden och svårgenomträngliga för andra aktörer. En övergång till ett som används internationellt bidrar till ökad transparens vilket är positivt.

Återgången till duration som löptidsmått innebär att regeringen måste vara beredd att antingen styra Riksgälden genom ett större löptidsintervall eller att ändra riktlinjerna när det sker kraftiga förändringar i marknadsräntorna.

Låga räntors betydelse för statsskuld-förvaltningen

Svenska och globala räntor har sjunkit i ett par decennier och är historiskt låga. Flera centralbanker, inklusive Riksbanken, har negativ styrränta. För staten har det medfört att räntekostnaden för statsskulden minskat från 90 miljarder kronor i början av 2000-talet till omkring 20 miljarder kronor under senare år.

Det finns flera tillfälliga orsaker till dagens låga inflation och räntor. När dessa klingar av

finns det anledning att förvänta sig högre räntor. Samtidigt finns det mer långvariga faktorer som globaliseringen och digitaliseringen som sannolikt kommer att medföra ett lågt globalt inflationstryck under överskådlig tid. Det är därför troligt att ränteuppgången kommer att ske gradvis och vara begränsad.

Statsskulden exklusive vidareutlåningen till Riksbanken är idag nominellt högre än år 2008 då statsskuldsräntorna uppgick till närmare 50 miljarder kronor. En återgång till räntenivån som rådde under åren 2003-2008, d.v.s. en 10-årig statsobligationsränta på 4-4,5 procent, skulle på lång sikt leda till att statsskuldsräntorna uppgår till omkring 50 miljarder kronor om statsskulden ligger kvar på nuvarande nominella nivå. Om statens vill reducera risken för en kraftig uppgång i ränteutgifterna skulle statsskuldens löptid behöva förlängas markant. Den minskade risken måste dock vägas mot att kostnaderna för statsskuld förvaltningen stiger på kort sikt om durationen förlängs.

Upplåning via premieobligationer

De låga marknadsräntorna medför att upplåning via premieobligationer ökar kostnaden för statsskuld förvaltningen. Lånen som togs upp år 2015 beräknas ha ökat kostnaderna med 45 miljarder kronor jämfört med en upplåning via statsobligationer.

Så länge som Riksbanken har negativ repo-ränta, till första kvartalet 2018 enligt deras egen prognos i februari, kommer sannolikt upplåning via premieobligationer vara dyrare än upplåning på marknaden. På längre sikt förväntas styrräntan och obligationsräntorna stadigvarande ligga på nivåer som gör det möjligt att låna billigare via premieobligationer än på marknaden.

Samtidigt konstaterar ESV att premieobligationer spelar en ringa roll i statsskuld förvaltningen. Den utestående volymen är begränsad, drygt 18 miljarder kronor. Upplåningsformen är inte flexibel i så måtto att det går att öka den markant om statens lånebehov skulle stiga snabbt. Enda anledningen till att upprätthålla lånekanalen är om den sänker kostnaden för statsskuld för-

valtningen. Om det finns tvivel på den punkten bör Riksgälden överväga att lägga ned sparformen.

Riksgäldens tillämpning

Riksgälden har överlag uppfyllt regeringens riktlinjer även om den reala skuldens andel låg klart under målet på 20 procent i slutet av 2015. Målet är dock långsiktigt och andelen behöver inte nås varje år. Då det är kostsamt att styra stocken av realobligationer vidtar inte Riksgälden några omfattande åtgärder för att nå målet. ESV anser att Riksgälden bör meddela regeringen om det inte anses kostnadseffektivt att nå den målsatta nivån på 20 procent.

Löptiden på den reala skulden minskar trendmässigt. Riksgäldens strategi är att fördela realskulden över fler lån i löptider upp till 10 år där efterfrågan är som störst. Strategin medför att durationen kommer att förkortas över tid.

Marknadens aktörer ger Riksgälden ett gott betyg vad avser marknadsvårdande insatser. Riksgälden beskrivs som lyhörd för marknadsaktörernas synpunkter samtidigt som medarbetarna är öppna och tillgängliga. Riksgäldens agerande är vidare enligt marknadsaktörerna transparent och förutsägbart.

Riksgäldens process för förvaltning och betalning av statsskulden

ESV har granskat Riksgäldens process för förvaltning och betalning av statsskulden. Granskningen avser i vilken utsträckning det finns dokumenterade rutinbeskrivningar, kriterier eller underlag för de beslut som Riksgälden fattar, hur upplåningsbesluten dokumenteras, delegeringen inom Riksgälden samt uppföljningen av målet att minimera statens upplåningskostnader med beaktande av risk.

De beslut som har störst betydelse – exempelvis valutafördelning, andel realobligationer, skuldens duration – dokumenteras tillsammans med bakgrund och underlag.¹ Inom ramen för dessa beslut och på en mer detaljerad nivå beslutar Riksgälden om utformningen av enskilda emissioner, exempelvis om de ska avvika från

¹ Bland annat i Riktlinjer för statsskuldens förvaltning, Statsskuldens förvaltning - förslag till riktlinjer, Finans- och riskpolicy samt i Statssupplåning Prognos och analys.

publicerade planer för att tillgodose behov av marknadsvård. ESV har inte funnit någon dokumentation av kriterier för när sådana avvikelser ska ske eller av vilken information som avvikelserna ska grundas på. Som underlag för dessa beslut litar Riksgälden i hög grad på information från de kontrakterade återförsäljarna för upplåning i svenska kronor och ett antal banker för upplåning i utländsk valuta. ESV:s rekommendation är att Riksgälden upprättar rutinbeskrivningar eller motsvarande dokumentation för utformningen av enskilda emissioner i såväl svenska kronor som utländsk valuta för att säkerställa enhetlighet i besluten, reducera nyckelpersonberoende och minimera risken för intressekonflikter. Vidare bör Riksgälden överväga att komplettera informationen från återförsäljare och banker med regelbunden informationsinhämtning från slutplacere och med marknadsdata över exempelvis köp- säljspreadder som underlag för beslut om marknadsvårdande emissioner.

Ett litet stickprov av beslut om statspappersauktioner och upplåning i utländsk valuta har granskats för att få en uppfattning om hur de dokumenterats och om de fattats med stöd av skriftlig delegering. ESV:s bedömning är att ett av besluten borde ha två underskrifter i stället för endast en och betonar därför vikten av att väsentliga beslut fattas med dualitet samt att detta dokumenteras. Samtliga beslut har fattats med stöd av skriftlig delegering.

Beträffande uppföljningen av målet att minimera statens upplåningskostnader med beaktande av risk betonar ESV att en tydlig mätning och utvärdering av kostnaderna sannolikt är statsfinansiellt lönsam eftersom den minskar risken att Riksgälden väljer administrativt billiga lösningar som leder till onödigt höga lånekostnader. Riksgälden redovisar tre mått på upplåningskostnader; räntebetalningar, genomsnittlig emissionsränta och periodiserad kostnad. ESV delar Riksgäldens bedömning att räntebetalningar och genomsnittlig emissionsränta har sådana brister att de inte är lämpliga för att mäta och utvärdera upplåningskostnader och risk. För att kunna mäta lånekostnaderna på ett sätt som enligt Riksgäldens uppfattning överensstämmer med verksamhetens förutsättningar, framför allt att skulderna normalt

behålls till förfall och därför inte bör marknadsvärderas, har myndigheten skapat det egenutvecklade måttet periodiserad kostnad. ESV:s bedömning är att den periodiserade kostnaden är svår att förstå, bland annat för att den retroaktivt kan ändras för historiska perioder, och inte på ett enkelt sätt kan jämföras mot marknadsdata och vedertagna avkastnings- och kostnadsdata. ESV:s bedömning är därför att Riksgälden bör överväga att använda en förenklad metod som bygger på värdering med emissionsräntor.

Riksgälden bör också som ett komplement löpande marknadsvärdera skulder och finansiella instrument samt beräkna upplåningskostnader baserade på dessa marknadsvärden. Motiven är att förbättra den löpande riskkontrollen samt att få underlag för att kontrollera och förklara egenskaper hos det egenutvecklade måttet periodiserade kostnader.

Det saknas vidare en redovisning av upplåningskostnadernas risk och ESV rekommenderar därför Riksgälden att redovisa hur denna risk bör mätas.

Riksgäldens rapportering till styrelsen regleras i Finans- och riskpolicyn. Den bör kompletteras med krav på rapportering av kostnaderna för skulden och för upplåningen under olika perioder, totalt och uppdelad på åtminstone instrument, valutor och löptider.

Målet för statsskuld förvaltningen är att minimera kostnaderna med beaktande av risk. Riksgälden anger emellertid att "Det är svårt att värdera i vad mån det övergripande målet uppfylls. Det finns inget kvantitativt mål för kostnaderna och inte något naturligt benchmark för jämförelser. Att jämföra med andra statliga låntagare är inte heller lätt eftersom förutsättningarna är olika". Riksgälden väljer att i stället fokusera på ett antal mellanliggande mål som "understödjer det övergripande målet men är lättare att påverka och mäta".²

ESV:s bedömning är att utvärderingen av mellanliggande mål inte är tillräcklig utan bör kompletteras med jämförelser av upplåningskostnaderna mot en riktmärkesportfölj. Sådana riktmärkesportföljer används av skuldkontor i andra länder, bland annat Finland. Även om förutsättningarna skiljer sig mellan länderna,

² Underlag för utvärdering – statsskuldens förvaltning 2014 sid 3.

främst att skuldkontor som tillhör Euroområdet har tillgång till större derivatmarknader, så är de grundläggande förutsättningarna enligt ESV:s bedömning i huvudsak likartade. Regeringen bör därför överväga att ge Riksgälden i uppdrag att med utgångspunkt från utländska skuldkontors erfarenheter och forskning inom området utarbeta förslag till riktmärkesportföljer som kan användas för att utvärdera Riksgäldens upplåningskostnader.

Innehåll

1	Bakgrund	9
1.1	Låga räntor sänker kostnaderna för statsskulden	9
2	Regeringens riktlinjeändringar för statsskuldens förvaltning	11
2.1	Ändrad styrning av valutaskulden	11
2.2	Ändrat riktvärde för obligationer med löptid över tolv år	12
2.3	Minskat mandat att ta positioner i utländsk valuta	12
2.4	Nya beräkningsmetoder för löptid och andelar	13
2.5	Övrigt.....	14
2.6	Långsiktig utveckling av regeringens riktlinjer.....	14
3	Låga räntors betydelse för statsskuldsvärdet	15
3.1	Vad är en normal ränta?.....	16
3.1.1	Några bedömares syn på framtida räntor.....	17
3.2	Premieobligationers bidrag till kostnadsminimering	17
4	Riksgäldens tillämpning.....	19
4.1	Statsskuldens sammansättning och löptid	19
4.2	Marknadsvärd	20
5	Riksgäldens upplåningsprocess	22
5.1	Inledning och avgränsning.....	22
6	Kriterier och underlag för upplåningsbeslut	23
6.1	Observationer	23
6.2	Bedömning	25
7	Dokumentation av upplåningsbeslut.....	27
7.1	Observationer	27
7.2	Bedömning.....	27
8	Delegering av upplånings- och positionsmandat.....	28
8.1	Observationer	28
8.2	Bedömning.....	28
9	Uppföljning av kostnads målet.....	29
9.1	Utgångspunkter.....	29
9.2	Beräkning av statens upplåningskostnad.....	29
9.2.1	Observationer.....	29
9.2.2	Bedömning	30
9.3	Utvärdering av statens upplåningskostnad	32
9.3.1	Observation.....	32
9.3.2	Bedömning	32
	Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning	37

Skr. 2015/16:104
Bilaga 1

1 Bakgrund

Målet för statsskuldsvälningen är att minimera kostnaderna med beaktande av risk. De viktigaste faktorerna för att hålla nere kostnaderna ligger emellertid utanför ramarna för statsskuldsvälningen. En låg statsskuld och ordning i statens finanser är de viktigaste faktorerna för att säkerställa låga kostnader för statsskulden. De senaste tjugo åren har Sverige successivt förbättrat de offentliga finanserna och därmed sänkt kostnaden för statsskulden. Den globala och svenska räntenedgången har också givit ett kraftigt bidrag till att sänka kostnaden för statsskuldsvälningen.

Sveriges offentliga finanser utvecklades mycket bättre än i de flesta andra länderna i Europa under finanskrisen och de närmaste påföljande åren. Som framgår av tabellen nedan har den svenska utvecklingen emellertid varit svagare i detta avseende under den senaste femårsperioden. Det offentliga finansiella sparandet försämrades i Sverige mellan 2011 och 2015 samtidigt som det förbättrades i nästan alla andra EU-länder, med Finland som ett tydligt undantag. Det återspeglar delvis att Sverige har haft större manöverutrymme och kunnat lägga större vikt vid att stimulera ekonomin än många andra länder.

Den svenska statsskuldskvoten steg från 37 till 44 procent mellan 2011 och 2015.³ I några länder har statsskuldskvoten minskat under de senaste åren men i de flesta har den ökat. Bilden är blandad men Sverige har inte tillhört de främsta länderna vad gäller statsskuldskvotens utveckling under de senaste fem åren.

Tabell 1. Statsfinanserna i några utvalda länder och regioner

	Offentligt finansiellt sparande som andel av BNP			Statsskuld (Maastrichtdefinitionen) som andel av BNP		
	2011	2015	Förändring	2011	2015	Förändring
Sverige	-0,1	-1,1	-1,0	37	44	7
Danmark	-2,1	-2,7	-0,6	46	42	-4
Finland	-1,0	-3,3	-2,3	49	61	12
Tyskland	-1,0	0,9	1,9	78	71	-7
Storbritannien	-7,7	-3,9	3,8	82	88	6
Euroområdet	-4,1	-1,9	2,2	87	94	7
USA*	-11,2	-4,6	6,6	108	111	3

Källa: OECD Economic Outlook, november 2015.

*Bruttoskuld.

Även om de svenska statsfinanserna inte utvecklats lika starkt som många andra länders under de senaste fem åren är statsskuldskvoten bland den lägsta i Europa. Inom euroområdet ligger kvoten på 94, mer än dubbelt så högt som den svenska. Inom euroområdet är det endast Luxemburg som klarar Maastrichtkriteriet att ha en statsskuldskvot som är lägre än 60 procent.

1.1 Låga räntor sänker kostnaderna för statsskulden

I spåret av finans- och eurokrisen har räntenivån sjunkit till historiskt låga nivåer både internationellt och i Sverige. Under 2015 sänkte Riksbanken reporäntan till under noll och har i likhet med flera andra centralbanker köpt statsobligationer för att trycka ned längre räntor. Den tvååriga statsobligationsräntan har varit negativ

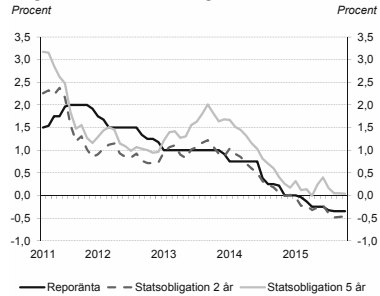
³ Uppgången har påverkats av att Riksgälden lånade upp drygt 100 miljarder kronor under 2013 för Riksbankens räkning. Samtidigt privatiserade staten egendom för 61 miljarder kronor under åren 2011-15. Sammantaget har dessa tillfälliga poster medfört att statsskuldskvoten ökat med drygt en procentenhet under den studerade perioden.

BAKGRUND

under i stort sett hela 2015 och ända upp till 5 års löptid har statsobligationsräntan varit negativ vid några tillfällen under 2015.

Den långsiktiga räntenedgången har naturligtvis varit gynnsam för statens räntekostnader. I mitten av 1990-talet uppgick ränteutgifterna till över 5 procent av BNP. För tio år sedan låg de på omkring 1,5 procent av BNP. Under år 2014 uppgick ränteutgifterna på statsskuden till endast 3 miljarder kronor för att 2015 öka till 22 miljarder kronor.⁴

Diagram 1. Ränteutveckling



Källa: Riksbanken

⁴ Under 2014 bidrog överkursen vid emissioner och valutavinster till att sänka statsskuldens ränta på anslaget med 21,7 miljarder kronor.

2 Regeringens riktlinjeändringar för statsskuldens förvaltning

I detta avsnitt görs en genomgång av de förändringar i riktlinjerna för statsskuldens förvaltning som regeringen genomfört för åren 2014 och 2015. Riktlinjerna för åren 2011–2013 har utvärderats i tidigare skrivelser.⁵

2.1 Ändrad styrning av valutaskulden

Inför regeringens beslut om 2014 års riktlinjer föreslog Riksgälden att andelsstyrningen av valutaskulden skulle ersättas med ett tak. Orsaken var att Riksgälden genomfört nya analyser som indikerade att en fast andel valutaexponering inte minskade risken i termer av kostnadsvariation i statsskulden. Då förutsättningarna för att sänka kostnaderna via valutaexponering skiljer sig över tiden menade Riksgälden att det var ändamålsenligt att variera andelen i takt med att förutsättningarna förändrades.

Regeringen valde att avvakta med att genomföra en ändring av valutaskuldens andel. Ett av flera skäl var att inhämta mer analysunderlag genom att låta Ekonomistyrningsverket (ESV) analysera Riksgäldens förslag till styrmodell för valutaskuldens andel. ESV:s analys visade att den förväntade vinsten av att variera valutaskuldens andel i stor utsträckning skulle bygga på Riksgäldens syn på kronans utveckling. I princip skulle det innebära att Riksgälden skulle reducera valutaskuldens andel när det fanns en förväntning om en kronförsvagning.

ESV menade att det skulle ge en stark signal om en svensk myndighet spekulerade i en kronförsvagning. Vidare skulle det finnas en icke oväsentlig risk att det kunde uppstå en sammanblandning mellan Riksgäldens roll och penningpolitiken. Mot den bakgrunden avstyrkte ESV förslaget om en styrmodell som satte ett tak för valutaskuldens andel.

Inför regeringens beslut om 2015 års riktlinjer återkom Riksgälden med ett nytt förslag till styrning av valutaexponeringen. Utgångspunkten var densamma som året dessförinnan. Riksgälden ansåg att den förväntade kostnadsbesparingen av valutaexponering inte motiverade den ökade variationen i kostnaden som valutaexponeringen medför.

Regeringen beslutade hösten 2014 i enlighet med Riksgäldens förslag. Riktlinjen för 2015 var att valutaexponeringen ska minska. Minskningen planerades till 20 miljarder kronor per år och skulle högst vara 30 miljarder kronor per år.

Svenska räntor har varit låga en längre tid. En jämförelse mellan 3-månadersräntan i olika länder/regioner visar att genomsnittsräntan varit lika hög i Sverige som i euroområdet under 2000-talet. Japan har haft en avsevärt lägre ränta medan Storbritannien hade en betydligt högre ränta än Sverige fram till finanskrisen. ESV visade i sin förra granskning⁶ att ränteskillnaden mellan Sverige och en korg av andra länder var begränsad och att valutakursutvecklingen var avgörande för hur lönsamt det var att ha valutaexponering.

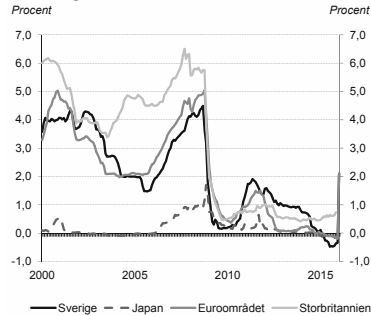
Mot bakgrund av att valutaexponeringen inte bedöms generera en lägre förväntad kostnad samtidigt som räntekostnaderna varierar mer på grund av växelkursrörelserna delar ESV synen att det finns ringa anledning att ha en stor valutaexponering. Man kan i sammanhanget konstatera att det är få andra länder med utvecklade kapitalmarknader som har betydande valutaexponering. Inom OECD har de flesta länder ingen eller endast ytterst marginell upplåning i utländsk valuta. Danmark, Island Polen och Sverige är exempel på länder som år 2010 hade en mer betydande andel utländsk upplåning. Alla dessa

⁵ Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2009-2013 (skr.2013/14:196) och Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2007-2011 (skr.2011/12:104).

⁶ Se Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2009-2013 (skr.2013/14:196).

länder hade en andel utländsk upplåning på omkring 20 procent.⁷

Diagram 2. 3-månaders ränta i utvalda länder/regioner



Källa: Riksbanken

2.2 Ändrat riktvärde för obligationer med löptid över tolv år

I riktlinjerna för statskuldens förvaltning för år 2014 förtydligas att det långsiktiga riktvärdet för nominella obligationer med mer än tolv år till förfall ska vara 70 miljarder kronor.

I utvärderingen av statskuldens förvaltningen som ESV genomförde år 2014 konstaterades att Riksgälden inte uppnått det dåvarande målet om 70 miljarder kronor för obligationer med en löptid längre än tolv år.⁸ Riksgälden ansåg då att efterfrågan på sådana obligationer var svag på grund av ändrade regler för livbolagens diskonteringsränta och att upplåning i riktigt långa obligationer var dyr. Det uppstod därför en målkonflikt mellan det övergripande målet om kostnadsminimering och riktvärdet för obligationer med en löptid längre än tolv år.

Mot den bakgrunden bedömer ESV att det var motiverat att regeringen ändrade riktvärdet för långa obligationer så att målkonflikten mellan volymmålet och kostnadsminimering undan-

röjdes. Förändringen innebar att kostnadsminimering är prioriterad över målet om en viss volym av riktigt långa obligationer på kort sikt och att Riksgälden får avväga när det är kostnadsmässigt rimligt att utöka volymen av obligationer med en löptid över tolv år.

2.3 Minskat mandat att ta positioner i utländsk valuta

Regeringen minskade år 2014 Riksgäldens mandat att ta positioner i utländsk valuta från 450 miljoner kronor till 300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.

Det finns två olika huvudargument som motiverar en aktiv förvaltning. Det ursprungliga är att parera större växelkursrörelser för att hålla nere kostnaderna för förvaltningen av valutaskulden. I det fallet handlar det ofta om större strategiska positioner.⁹ Det andra argumentet handlar om att behålla och utveckla kompetensen hos Riksgäldens medarbetare vilket i förlängningen är ämnat att sänka kostnaderna för statskuldens förvaltning. Riksgälden har tidigare framfört att den aktiva förvaltningen bidrar till kostnadsminimering (utifrån de historiska erfarenheterna att verksamheten går med plus).

Sedan år 2000 har den interna löpande positionstagningen genererat ett överskott på 220 miljoner kronor. Under den senaste femårsperioden har den emellertid resulterat i ett underskott på 367 miljoner kronor. Noterbart är att det sämsta resultatet, minus 216 miljoner kronor, noterades år 2014, samma år som regeringen sänkte mandatet. Riksgäldsdirektören valde att stänga positioner på dollarförstärkning som utvecklats negativt en längre period. Enligt riksgäldsdirektörens bedömning saknades det en ordnad process för hur en kraftigt negativ utveckling av positionstagningen skulle hanteras.¹⁰ Mot den bakgrunden stängdes huvuddelen av positionstagningen ned i avvaktan på att en sådan policy utvecklades. Om positionerna istället behållits skulle det medfört att det blivit ett

⁷ OECD central government debt.

⁸ ESV, Utvärdering av statens upplåning och skuld förvaltning, 2014:15.

⁹ Om Riksgälden vill ta en större strategisk position för att parera växelkursrörelser i kronan kan de ta en position på maximalt 7,5 miljarder kronor.

¹⁰ Möte med Hans Lindblad Riksgälden, 19 februari 2016.

betydande överskott av positionstagningen 2014. Riksgälden har därefter utvecklat policyn för positionstagningen med stop loss regler.

Det kan i sammanhanget noteras att växelkursrörelser allmänt anses svåra att förutsäga. Även när det finns starka skäl att anta att växelkursen kommer att utvecklas i en viss riktning är det extremt svårt att förutsäga när en sådan förstärkning eller försvagning ska ske. ESV menar att Riksgäldens kanske största komparativa fördel när det gäller positionstagning är att de inte utvärderas löpande på det sätt som sker hos många marknadsaktörer. Det innebär i teorin att Riksgälden kan invänta en förändring i växelkursen längre än många andra aktörer även om positionen utvecklas negativt. Det bygger dock på att man inte har stop loss regler som slår till alltför snabbt när utvecklingen går emot positionerna.

Den föregående femårsperioden, åren 2006–2010, genererade ett positivt resultat men sammantaget över de senaste 10 åren har den interna löpande positionstagningen svarat för ett negativt resultat på 116 miljoner kronor.

Tabell 2. Resultat för positionstagningen

	2011	2012	2013	2014	2015	Totalt
Intern	88	-176	235	-271	-422	-547
varav strategisk	250	0	0	-55	-375	-180
varav löpande	-163	-176	235	-216	-47	-367
Extern	-1	-24	-35	90	44	74
Totalt	86	-200	200	-181	-378	-473

Källa: Riksgälden

Den externa förvaltningen har utvecklats mer positivt. Under den senaste femårsperioden var det samlade resultatet 74 miljoner kronor. Den föregående femårsperioden genererade förvaltningen ett kraftigt positivt resultat, 495 miljoner kronor.

De två huvudargumenten för aktiv förvaltning, parera växelkursrörelser och kompetensutvecklingen av Riksgäldens medarbetare, torde inte påverkas i nämnvärd utsträckning av att mandatet sänktes.

I slutändan är det regeringens ansvar att göra en

avvägning av vilka kostnader och vilken risk som är rimliga för att ge Riksgäldens möjligheter att parera växelkursrörelser och att utveckla medarbetarnas kompetens. Den löpande positionstagningen kan sägas utgöra en form av kapitalförvaltning och bör utvärderas enligt marknadspraxis. Den negativa utvecklingen under den senaste femårsperioden, med ett underskott på 367 miljoner kronor i den interna löpande förvaltningen och 293 miljoner totalt för den löpande förvaltningen, stärker inte argumentet för ett omfattande mandat.

2.4 Nya beräkningsmetoder för löptid och andelar

Det var få förändringar i riktlinjerna för statsskuldens förvaltning för år 2015. Regeringen ändrade i enlighet med Riksgäldens förslag metod för att mäta löptid och skuldandelar. Löptiden ska mätas med duration istället för genomsnittlig räntebindningstid. Vidare ska statsskuldens andelar mätas med nominellt belopp istället för med summerade kassaflöden.

Förändringarna medförde att andelen real kronsskuld minskade från 25 procent till 20 procent, att den reala kronsskuldens löptid sänktes från 7–10 år till 6–9 år samt att den nominella kronsskuldens löptid för instrument med upp till 12 år till förfall sänktes från 2,7–3,2 år till 2,3–2,8 år. De nya måtten innebär emellertid ingen ändring i praktiken.

Bytet gjordes för att de tidigare använda måtten var unika för Riksgälden och svårgenomträngliga för andra aktörer vilket reducerar transparensen. En övergång till mått som används internationellt bidrar till ökad transparens vilket är positivt.

Duration användes som löptidsmått fram till år 2005. Orsaken till bytet av mått var att durationen påverkades av marknadsräntorna vilket i kombination med att löptiden styrdes mot ett punktvärde gjorde styrningen besvärlig. I utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning 2005–2009 påpekade den externa utvärderaren att styrsystemet var stelt och att en central framtida avvägning tycks stå mellan dagens arbetssätt och

en modell där mer ansvar delegeras till Riksgälden.¹¹ Sedan dess har regeringen vidgat ramarna vilket gjort det möjligt att återgå till att använda duration som löptidsmått.

Den 12 mars 2015 höjde regeringen, efter förslag av Riksgälden, löptidsintervallet för den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till 12 år till förfall med 0,3 år till 2,6–3,1 år. Bakgrunden var att durationen steg när marknadsräntorna föll markant under senare delen av 2014 och under inledningen av 2015. Genom höjningen återställdes styrningen till samma risknivå som i riktlinjebeslutet för 2015.

Återgången till duration som löptidsmått innebär att regeringen måste vara beredd att antingen styra Riksgälden genom ett större löptidsintervall eller att ändra riktlinjerna då det sker kraftiga förändringar i marknadsräntorna. Regeringen tog ett steg i den riktningen när den förlängde intervallet för den nominella kronskuldens löptid från 2,6–3,1 år till 2,6–3,6 år i 2016 års riktlinjer.

2.5 Övrigt

I 2014 års riktlinjer görs flera förtydliganden avseende begrepp inom positionstagande. En allmän utgångspunkt är att det är en fördel om regeringen är så tydlig som möjligt.

I 2015 års riktlinjer görs i enlighet med ett förslag från Riksgälden ett tillägg som säger att "Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap". Tillägget kan sägas befästa det

arbetssätt som Riksgälden har haft under en längre period. Någon reell förändring innebär det således inte.

2.6 Långsiktig utveckling av regeringens riktlinjer

Som nämndes under punkt 2.4 tog den externa utvärderaren i utvärderingen som lämnades till riksdagen år 2010 upp frågan om att ge Riksgälden vidgade ramar för att ge Riksgälden bättre möjlighet att nå det övergripande målet för statskuldspolitiken: att statens skuld ska förvaltas så att kostnaderna för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

ESV:s bedömning är att regeringen under den gångna femårsperioden tagit flera steg för att göra riktlinjerna mer flexibla utan att för den skull ge avkall på den övergripande styrningen av statskuldsförvaltningens inriktning och risknivå. Framst har detta skett genom att löptidsstyrningen gjorts mer flexibel genom att ersätta fasta värden med intervall. Att gå ifrån andelsstyrning av valutaexponeringen är ett annat exempel. Risknivån har generellt sänkts genom att mandaten för positionstagning har reducerats i flera steg. ESV gör emellertid ingen egen bedömning av vilken risknivå som är rimlig utan konstaterar att detta är en avvägning som regeringen måste svara för. I den avvägningen ingår att värdera hur ett lägre mandat inte enbart minskar risken för staten och i förlängningen skattebetalarna utan även reducerar möjligheten till att sänka kostnaderna för statskuldsförvaltningen.

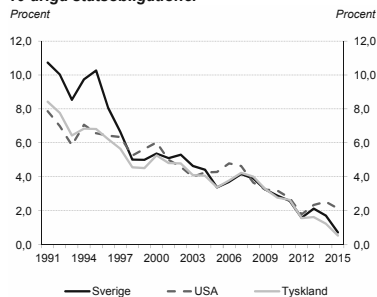
¹¹ Regeringens skrivelse 2009/10:104.

3 Låga räntors betydelse för statsskuldsförvaltningen

En del av uppdraget är att ESV ska analysera hur förutsättningarna för statsskuldsförvaltningen påverkats av lågräntemiljön vad gäller både kostnader och risker.

De globala och svenska räntorna har sjunkit under ett par decennier och befinner sig på historiskt låga nivåer. Den främsta orsaken är en nedgång i inflationstakten från drygt 5 procent inom OECD på 1990-talet till omkring tre procent en bit in på 2000-talet. Räntenedgången tog ny fart efter finans- och eurokrisen. Ett lågt resursutnyttjande har i kombination med ett lågt globalt inflationstryck bidragit till att flera centralbanker haft historiskt låga styrräntor under en lång period. Som nämnts har Riksbanken och några andra centralbanker till och med haft en negativ styrränta under 2015.

Diagram 3. Kraftiga räntenedgångar, 10-åriga statsobligationer

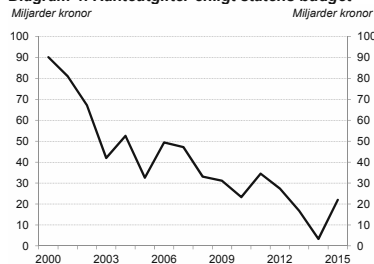


Källa: Riksbanken

Mot den bakgrunden har kostnaderna för statsskuldsförvaltningen sjunkit dramatiskt under perioden. År 2000 låg statsskuldsräntorna, såsom de redovisas i statsbudgeten, på 90 miljarder kronor för att några år senare ligga runt 50 miljarder kronor. De senaste två åren har ränteut-

gifterna uppgått till 3 miljarder kronor (25 miljarder kronor efter korrigering för överkurs och valutavinster) respektive 22 miljarder kronor. Utöver det låga ränteläget gynnas kostnadsutvecklingen även direkt av att den låga inflationen reducerar kostnaden för realräntelånen. Realräntelånestocken uppgick i nominella termer till 164 miljarder kronor vid utgången av 2015 och innehåller en inflationskompensation. Sedan finanskrisen inleddes har KPI i genomsnitt ökat med 0,6 procent per år vilket kan jämföras med 1,6 procent under tioårsperioden före krisen.

Diagram 4. Ränteutgifter enligt statens budget



Källa: ESV

Det extremt låga ränteläget har naturligtvis haft en gynnsam effekt på statens budget. Men statsskulden exklusive vidareutlåningen till Riksbanken¹² är idag nominellt högre än 2008 då statsskuldsräntorna uppgick till närmare 50 miljarder kronor. En återgång till räntenivån som rådde under åren 2003-2008, d.v.s. en 10-årig statsobligationsränta på 4-4,5 procent, skulle på lång sikt leda till att statsskuldsräntorna uppgår till omkring 50 miljarder kronor om statsskulden ligger kvar på nuvarande nominella nivå. Det onormalt låga ränteläget innebär således att staten bär en betydande risk i termer av att ränteutgif-

¹² Riksbanken ersätter Riksgälden för alla kostnader för upplåningen.

terna för statsskulden kan förväntas stiga med 10-tals miljarder kronor framöver även om statsskulden inte ökar i nominella tal.

Det enda sättet att reducera risken för en betydande uppgång i statsskuldsräntorna som beror på stigande räntor är att förlänga löptiden på statsskulden framförallt genom att låna upp via riktigt långa obligationer.¹³ Det skulle medföra stigande kostnader initialt men en långsammare kostnadsuppgång när ränteläget väl stiger. En sådan strategi bygger på att regeringen skulle vara villig att anpassa riktlinjerna efter en tro om ränteutvecklingen vilket inte varit praxis i svensk statsskuldsförvaltning. Det finns dock ett begränsat intresse från marknadens aktörer att investera i riktigt långa obligationer för närvarande.

3.1 Vad är en normal ränta?

Nuvarande ränteläge är att betrakta som extremt. Det hänger samman med ett lågt globalt inflationstryck och ett lågt resursutnyttjande i många länder. De senaste åren har därtill många råvarupriser sjunkit där oljan spelar en viktig roll. Den viktigaste faktorn för hur kostnaden för statsskuldsförvaltningen utvecklas är med största sannolikhet utvecklingen av det globala och svenska inflationstrycket. I mångt och mycket sammanfaller dessa över tid. När inflationen väl stiger kommer centralbankerna att höja sina styrräntor med påföljd att hela avkastningskurvan skiftar uppåt.

Den långa nominella räntan bestäms av den förväntade korta reala räntan, förväntad inflation och löptidspremie. I dagsläget är den svenska korta räntan negativ, den förväntade inflationen låg och löptidspremie relativt låg.

Om vi blickar framåt finns det flera faktorer av mer eller mindre tillfällig karaktär som påverkar dessa faktorer. En faktor är de kvantitativa lättnader som flera centralbanker, inklusive Riksbanken, genomför och som tillfälligt trycker ned obligationsräntorna och gör avkastningskurvan mer flack. Centralbankens agerande kan

också ses som en indikation på att centralbankerna själva har en förväntan om att inflationen i närtid kommer att vara låg. Riksbanken har aviserat fortsatta köp under första halvåret 2016. Huruvida det blir någon fortsättning beror sannolikt på hur inflationsdata kommer in under våren. Men sannolikt kommer inte obligationsköpen pågå under väldigt lång tid.

I spåren av eurokrisen förde många länder en kraftigt åtstramande finanspolitik vilket fick negativa effekter på tillväxten vilket i sin tur bidrog till lågt resursutnyttjande och låg inflation. Denna faktor är nu avkligande men det låga resursutnyttjandet i flera europeiska länder bidrar fortfarande, om än i avtagande styrka, till att hålla tillbaka inflationen.

En del av den tidigare globala räntenedgången förklarades enligt FED:s dåvarande centralbankschef, Ben Bernanke, av det stora sparandet i oljeproducerande länder och i flera asiatiska utvecklingsländer, främst Kina. När detta sparande investerades i obligationer bidrog det till att pressa ned ränteläget.¹⁴ Med nuvarande oljepris tvingas emellertid oljeproducerande länderna att sälja av tillgångar, däribland obligationer, för att finansiera den löpande verksamheten. Ett mer balanserat sparande skulle enligt detta synsätt bidra till ett högre ränteläge och en högre lutning på avkastningskurvan.

Den kraftiga nedgången i oljepriset och även för många andra råvaror har bidragit till det låga globala inflationstrycket under senare år. Efter en nedgång på 70 procent är utrymmet för ytterligare fall i oljepriset begränsat vilket sannolikt medför att oljepriset kommer att ge ett neutralt snarare än negativt bidrag till inflationen på kort sikt. Det finns en icke obetydlig risk att det blir positiva bidrag till inflationen av oljepriset på lite längre sikt då dagens pris på cirka 35 dollar per fat ligger långt under produktionskostnaden för nya fyndigheter. På kort sikt avtar således effekten av fallande energipriser och på något års sikt är det sannolikt större risk för att energipriserna bidrar till högre inflation än till en nedgång.

¹³ Det finns en inbyggd fördrojning genom att Riksgälden i stor utsträckning lånar i toåriga obligationer. Den svenska durationen på omkring 3,5 år emellertid låg i ett internationellt perspektiv. Så är t. ex. den danska durationen 11,5 år.

¹⁴ Ben Bernanke (2005), The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit.

Det faktum att USA höjde sin styrränta i december 2015 och förväntas fortsätta höja räntan, om än i långsam takt, kommer att leda till en uppgång även i deras obligationsräntor på sikt. Då korrelationen är hög mellan obligationsräntorna i västvärlden kommer det, med viss eftersläpning, att påverka ränteläget även i Sverige.

Sammantaget finns det flera tillfälliga orsaker till dagens låga inflation och låga räntor. När dessa klingar av kommer ränteläget med all sannolikhet att stiga. Samtidigt finns mer permanenta faktorer som kommer att bidra till låg inflation på längre sikt. Många anser att globaliseringen och digitaliseringen kommer att medföra ett lågt globalt inflationstryck under överskådlig tid. Det finns få tecken på att inflationen kommer att bli hög framöver. Mot den bakgrunden finns det inte skäl att tro på att räntorna skulle stiga kraftigt.

3.1.1 Några bedömares syn på framtida räntor

Riksbankens prognos från februari 2016 är att reporäntan kommer att vara negativ ett bra tag till och att den beräknas nå nollnivån första kvartalet 2018. Årsgenomsnittet för år 2018 beräknas till 0,2 procent. Samma år räknar Riksbanken och Konjunkturinstitutet med att den tioåriga räntan är 2,9 respektive 3,2 procent. OECD bedömer att den tioåriga statsobligationsräntan ligger på 1,3 procent i slutet av 2017. Det är en ganska utbredd syn att inflationen och därmed styrräntor kommer att stiga relativt tydligt på ett par år sikt men ändå inte nå upp till de nivåer som rådde före finanskrisen.

Centralbankernas agerande kommer ha stor betydelse för ränteutvecklingen. Hur mycket de kommer att höja sina styrräntor om inflationen stiger något utan att för den skull hota inflationsmålen kan få stor betydelse för ränteutvecklingen på medellång sikt. Hushållens kraftiga skulduppbyggnad talar för att Riksbanken kommer att vara försiktig med att höja räntan kraftigt då verkningskraften på hushållen av stigande räntor är högre än tidigare. Penningpolitiken blir mer verkningfull. Mycket talar för att ränteuppgången kommer att ske gradvis och relativt långsamt.

3.2 Premieobligationers bidrag till kostnadsminimering

Ett område som påverkats av det låga ränteläget är Riksgäldens privatmarknadsupplåning. Privatmarknadsupplåning utgör en liten del av Riksgäldens totala upplåning. Riksgäldsspar är under avveckling och premieobligationsstocken står för en allt lägre andel av statsskulden. I början av 2000-talet motsvarade premieobligationsstocken cirka 3,5 procent av statsskulden. År 2015 var andelen nere på 1,3 procent.

Under år 2015 emitterades premieobligationer för 2,8 miljarder kronor vilket var den lägsta volymen sedan 1986 förutom år 2012 när bara ett lån gavs ut. Villkoren kan inte påstås vara attraktiva, utlotningsprocenten var endast 0,1 procent. Högsta vinsten på de lånen är 100 000 kronor jämfört med en miljon kronor på tidigare lån. Det går inte att utesluta att det finns köpare som inte är medvetna om hur villkoren har försämrats. Mot den bakgrunden finns det en betydande risk att emissionsvolymerna kommer att vara små i närtid.

Det faktum att Sverige en längre period har haft negativ ränta på tvååriga statsobligationer, vilka utgjorde jämförelsebasen för 2015 års premieobligationer då dessa löper på två år, medförde att premieobligationsupplåningen förra året genererade ett negativt resultat. Även andra lånet år 2014 var dyrare än upplåning på marknaden. För de lån som togs 2015 visade premieobligationsupplåningen på ett negativt resultat om 45 miljoner kronor.

Riksgälden periodiserar emellertid kostnaderna för varje premielån över lånet löptid vilket innebär att 2015 års resultat i Riksgäldens utvärdering består av delar från varje utestående premielån som fanns under 2015. Den redovisningen visar på ett positivt resultat på 33,4 miljoner kronor för år 2015, se tabell 3.

Tabell 3. Besparing genom premieobligationsupplåning
Miljoner kronor

2011	2012	2013	2014	2015
130,5	125,7	80,5	70,8	33,4

Källa: Riksgälden. Underlag för utvärdering, Statsskuldens förvaltning 2015

Utsikterna för att sänka kostnaderna för upplåning via premieobligationer under 2016 är inte goda om Riksbankens prognos för reporäntan slår in. För att uppnå en besparing genom upplåning med premieobligationer med samma villkor som för 2015 års lån och med en emissionsvolym på 1,5 miljarder kronor måste den tvååriga statsobligationen enligt Riksgälden stiga till cirka 0,4-0,5 procent.¹⁵

Sett över hela 2000-talet har den tvååriga statsobligationen i genomsnitt legat 29 punkter över Riksbankens reporänta. Skillnaden är dock betydligt större i perioder när penningpolitiken är inne i en åtstramningsfas. Om Riksbanken höjer styrräntan i enlighet med sin prognos och när en nollränta under första kvartalet 2018 kan premieobligationer åter komma att medföra en kostnadsbesparing under det året. Fram till dess torde resultatet förbli negativt.

På längre sikt förväntas styrräntan och obligationsräntorna stadigvarande ligga på nivåer som gör det möjligt att låna billigare via premieobligationer än på marknaden.

Samtidigt konstaterar ESV att premieobligationer spelar en ringa roll i statsskuldsförvaltningen. Volymen är begränsad, drygt 18 miljarder kronor, och har stadigt minskat. Upplåningsformen är inte flexibel i det mottot att det går att öka den markant om lånebehovet skulle stiga snabbt. Enda anledningen till att upprätthålla lånekanalen är om den sänker kostnaden för statsskuldsförvaltningen. Om det finns tvivel på den punkten bör Riksgälden överväga att lägga ned sparformen. Det är tveksamt om någon kostnadsbesparing kan göras på årsbasis förrän tidigast 2018. Därtill är det osäkert hur stabil efterfrågan kommer att vara på längre sikt efter flera år med relativt oattraktiva villkor.

¹⁵ Ann-Sofi Dalmo, chef för privatmarknadsupplåning på Riksgälden.

4 Riksgäldens tillämpning

Riksgäldens uppgift är att minimera kostnaden för statsskuldshöjningen med beaktande av risk. Den oprecisa målformuleringen medför att det inte med exakthet går att beskriva hur väl Riksgälden lyckats med sin uppgift utan det blir en bedömningsfråga.

Generellt sett lägger Riksgälden stor vikt vid att skapa förutsägbarhet och goda marknadsförutsättningar vilket anses generera låga upplåningskostnader på lång sikt. Upplåningen styrs långsiktigt och baseras inte på någon räntesyn. Undantaget är positionstagningen.

4.1 Statsskuldens sammansättning och löptid

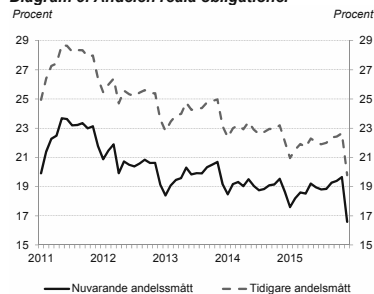
Under perioden 2014-2015 låg den reala skuldens andel hela tiden under målnivån på 25 respektive 20 procent. Andelen på 20 procent ska uppnås på lång sikt och inte nödvändigtvis varje år. De senaste åren har andelen trendmässigt minskat. Avvikelsen från målet var inte markant förutom vid utgången av år 2015 då andelen sjönk till 16,6 procent efter bland annat att ett lån på 23,3 miljarder kronor gick till förfall. Enligt Riksgäldens låneplaner för 2016 kommer inte andelen på 20 procent att nås under året. Året därpå förfaller ett lån om 19 miljarder kronor så om andelen ska nås då behöver Riksgälden öka emissionerna av reala obligationer markant.

Det är besvärligt alternativt kostsamt att styra stocken av reala obligationer. Riksgälden vidtar därför inga större åtgärder för att öka andelen. Enligt Riksgälden beror andelen främst på hur statens nettolånebehov och statsskuden utvecklas.¹⁶ Det synes vara en väl passiv inställning om målet ska nås. Statens lånebehov kan Riksgälden inte påverka.

Riksgälden bör meddela regeringen om det inte anses vara kostnadseffektivt att öka på den reala obligationsstocken för att nå den målsatta andelen

på 20 procent. Samtidigt ska det påpekas att intresset från marknadsaktörerna att investera i realobligationer begränsas för närvarande av det faktum att inflationen är låg och förväntas vara relativt låg i närtid.¹⁷

Diagram 5. Andelen reala obligationer



Källa: Riksgälden

Valutaskulden låg nära målet om 15 procent under år 2014, snittet under året var 14,9 procent. Från och med 2015 styrs valutaskulden av en ny modell. Statens valutaexponering ska minska med högst 30 miljarder kronor per år och inriktningen för år 2015 var 20 miljarder kronor. Under 2015 minskade valutaskulden mätt exklusive förändringar i valutakursen med 28 miljarder kronor, i enlighet med regeringens riktlinje.

När det gäller löptiden för den reala skulden skulle den enligt riktlinjerna ligga mellan 7-10 år under 2014 och mellan 6-9 år under 2015. Så har också varit fallet. Under senare år har löptiden förkortats allteftersom. Det hänger samman med att nyemissionerna varit begränsade samtidigt som, med undantag av det 17-åriga lånet som gavs ut 2015, löptiden på de nya lånen varit kortare än på de äldre lånen.

¹⁶ Riksgälden Underlag för utvärdering Statsskuldens förvaltning 2015.

¹⁷ Mote med Penningmarknadsrådet 2 februari 2016.

Det är inte helt klart vilka avvägningar staten gör beträffande löptid när det gäller de reala obligationerna. Riksgäldens strategi är att fördela realskulden över fler lån i löptider upp till 10 år där efterfrågan är som störst. Strategin medför att durationen kommer att förkortas över tid.

Löptiden för den nominella kronskulden höjdes som nämnts i mars 2015. Utan denna korrigering skulle löptiden hamnat i utkanten av intervallet som beslutades av regeringen i november 2014. Trots att styrningen givit mer manöverutrymme för Riksgälden över tid föranledde förändringar i marknadsräntan att regeringen tvingades ta ett nytt beslut för att löptiden inte skulle hamna utanför det beslutade intervallet.

4.2 Marknadsvård

Marknadens aktörer anser generellt att Riksgälden sköter sina marknadsvårdande insatser väl. Riksgälden beskrivs som lyhörd för marknadsaktörernas synpunkter samtidigt som medarbetarna är öppna och tillgängliga. Riksgäldens agerande är vidare enligt marknadsaktörerna transparent och förutsägbart.¹⁸

Dock är återförsäljarna missnöjda med den ersättning de får av Riksgälden som market makers. Marknadsaktörerna hävdar att det finns en allmän trend att öka på ersättningen till återförsäljarna för att kompensera för ökad risk och kostnader för återförsäljarna. Riksgälden har dock inte hörsammat denna önskan. Enligt marknadsaktörerna finns det en risk för att ersättningsnivån kan leda till att antal market makers minskar. I sammanhanget kan det noteras att antalet market makers varit 7-8 stycken sedan 2010 och uppgår till sju i början av 2016.

Riksgälden beställer varje år en undersökning för att följa upp hur marknadsaktörerna uppfattar deras arbete.¹⁹ Betyget är på ett allmänt plan gott och i linje med resultaten från tidigare år.

I jämförelse med andra skuldkontor står sig Riksgälden väl, se tabell 4. Bara undantagsvis anser enskilda personer att Riksgälden är sämre än sina utländska motsvarigheter (varje enskild

internationell investerare motsvarar ungefär fem procent i tabellen nedan). Dock är det färre som anser att Riksgälden var mer transparent än andra skuldkontor år 2015 än under tidigare år. Den åsikten delade alla kategorier; återförsäljare, svenska investerare och internationella investerare. En nedåtgående trend syns också beträffande ledningens tillgänglighet. Det handlar enligt svenska återförsäljare om att riksgäldsdirektören inte deltar i möten med marknadsaktörerna i lika stor utsträckning som sin företrädare.²⁰

En nedåtgående trend finns även för Riksgäldens information (webbplatsen), färre anser att Riksgäldens webbplats är bättre än andra skuldkontors. Men då ingen anser att den är sämre är en rimlig tolkning att andra skuldkontor förbättrat sina webbplatser och minskat avståndet till Riksgäldens webbplats.

Tabell 4. Riksgälden jämfört med andra skuldkontor
Procent

	Återförsäljare			Svenska investerare			Internationella investerare		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Transparens									
Bättre	46	76	65	39	45	49	38	27	55
Sämre	0	0	0	3	0	0	10	5	9
Förmåga att fatta snabba beslut									
Bättre	31	29	20	18	16	19	14	18	9
Sämre	0	12	6	0	6	3	5	5	0
Ledningens tillgänglighet									
Bättre	54	70	65	27	23	36	10	23	32
Sämre	0	0	0	3	0	0	0	5	5
Webbplatsen									
Bättre	33	59	46	22	34	33	21	42	42
Sämre	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Källa: TSN SIFO Prospera, Förtroendet för Riksgälden 2015

Undersökningen sammanfattar bilden av Riksgälden i ett så kallat profilvärde. Det ligger högst bland återförsäljarna med värden på 4,12 respektive 4,17 för de senaste två åren. För svenska investerare steg värdet till 4,00 under 2014 med

¹⁸ Möte med Penningmarknadsrådet 2 februari 2016.

¹⁹ Undersökningen genomfördes i slutet av 2015 av TSN SIFO Prospera.

²⁰ Möte med Penningmarknadsrådet 2 februari 2016.

föll tillbaka till 3,80 året därpå. För internationella investerar låg värdet stabilt kring 3,75. Enligt TSN SIFO Prospera bör värden över fyra tolkas som utmärkta medan värden under tre som underkänt. Över tid har det ovägda genomsnittet av profilvärdena legat på omkring 3,90 och under de senaste två åren har det varit 3,95 respektive 3,91. Den allmänna bilden av undersökningen är att marknadsaktörerna är nöjda med hur Riksgälden sköter sina uppgifter.

5 Riksgäldens upplåningsprocess

5.1 Inledning och avgränsning

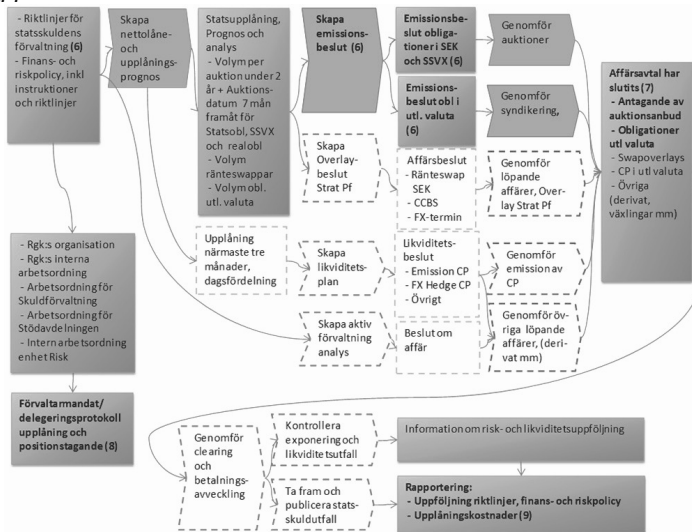
Som en del av utvärderingen har ESV granskat processen Förvaltning och betalning av statskulden, som regleras i Riksgäldens Finans- och riskpolicy. Granskningen har fokuserat på:

- I vilken utsträckning Riksgälden har dokumenterade rutinsbeskrivningar, kriterier eller underlag för beslut som fattas inom ramen för regeringens riktlinjer, finans- och riskpolicy samt de publicerade upplåningsplanerna.
- Hur upplåningsbesluten dokumenteras.
- Delegeringen inom upplåningsverksamhet och positionstagning.
- Riksgäldens uppföljning av målet att minimera statens upplåningskostnader med beaktande av risk.

En översiktlig bild av processen, baserad på Riksgäldens processdokumentation "Process Förvaltning och betalning av statsskulden, 2011-09-14", visas i figur 1. Rektanglar visar dokument; exempelvis riktlinjer, policyer, prognoser, beslutsdokumentation och rapportering. Pilformade figurer visar åtgärder och beslut. Rapporten behandlar de delar av processen som visas med fyllda figurer, med särskild inriktning mot dokumentation och beslut i fetstil. Siffror inom parentes anger i vilket avsnitt som den aktuella delen av processen behandlas.

Granskningen avser kapitalmarknads- och penningmarknadsupplåning utom likviditetsförvaltningen. Det innebär att privatmarknadsupplåningen och likviditetsförvaltningen inte ingår och inte heller den taktiska förvaltningens löpande och strategiska positionstagning på utländska valuta- och räntemarknader.

Figur 1



6 Kriterier och underlag för upplåningsbeslut

6.1 Observationer

Statsupplåningens övergripande inriktning styrs av regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning och Riksgäldens Finans- och riskpolicy som beslutas av Riksgäldens styrelse. Inom dessa ramar beslutar riksgäldsdirektören om principiellt viktiga frågor – som att ge ut en ny lång obligation eller ändrad policy för statsskuldväxlarnas löptider – medan övriga mer operativa beslut fattas av chefen för avdelningen Skuldförvaltning. Prognoser och upplåningsplaner cirka 2 år framåt redovisas i Statsupplåning – prognos och analys, som publiceras tre gånger om året. Den innehåller planer, riktlinjer och policyer för upplåningsinstrumenten enligt följande:

- **Statsobligationer (nominella):** Framtida auktionsdatum, emitterat belopp per auktion, huvudsaklig fördelning på löptider, införande av referensobligationer, byten av gamla till nya obligationer.
- **Statsskuldväxlar:** Framtida auktionsdatum, att upplåningen varierar efter lånebehovet, policy för val av löptider.
- **Commercial Papers:** Prognos över stocken av Commercial Papers per år.
- **Ränteswappar:** Prognos över förväntad volym per år samt beskrivning av syftet med swapparna.
- **Realobligationer:** Framtida auktionsdatum, emitterat belopp per auktion, huvudsaklig fördelning på löptider, införande av nya obligationer, byten av gamla till nya obligationer och återköpsfacilitet.
- **Upplåning i utländsk valuta:** Prognos över upplåning per år fördelad på upplåning för statens egen del och vidareutlåning till Riksbanken.
- **Valutaexponering med swappar:** Prognos över volym per år samt beskrivning av hur exponeringen skapas.

Upplåningsplanerna bestämmer upplåningens huvudsakliga fördelning mellan kapitalmarknad, penningmarknad och likviditetsförvaltning, där Commercial Papers används både för att hantera variationer i efterfrågan på statsskuldväxlar och för likviditetsförvaltningen. Likviditetsförvaltningen ska hantera svängningarna i statens betalningar och målet är att i genomsnitt ha ett litet underskott, bland annat för att undvika de kreditrisker som uppkommer vid placeringar.

Upplåningsplanerna beslutas av riksgäldsdirektören eller chefen för Skuldförvaltning och ger en utförlig redovisning av Riksgäldens planer det kommande dryga halvåret, men utgör inte de formella besluten för varje enskild auktion. För upplåning i svenska kronor beslutas vilka löptider som faktiskt ska emitteras en vecka innan en auktion ska hållas. Vilka bud som ska antas beslutas i samband med auktionen. För upplåning i utländsk valuta fattas upplåningsbesluten efter bedömning av efterfrågan på obligationer i samarbete med utländska banker. I utvärderingen har ESV granskat vilka dokumenterade kriterier Riksgälden har som underlag för dessa beslut, utöver vad som redovisas i upplåningsplanerna. Besluten avser processbeskrivningens ”Emissionsbeslut obligationer i SEK och SSVX” samt ”Emissionsbeslut obligationer i utländsk valuta”. Vidare har ett litet stickprov av beslut i steget ”Affärsavtal har slutits” granskats, dock inte beslut att emittera Commercial Papers eller att ingå avtal om swappar eller andra derivat.

Information som underlag för emissionsbeslut

Besluten grundas till stor del på information från de finansiella marknaderna och granskningen avser de processer Riksgälden har för att samla in sådan information. Riksgälden har valt att inte ha en egen försäljningsorganisation och har begränsade resurser för direktkontakter med

slutplaceringarna. Generellt lägger Riksgälden stor vikt vid information från återförsäljarna av obligationer och statskuldväxlar i svenska kronor och från banker som deltar i – syndikerar – Riksgäldens emissioner i utländsk valuta. Riksgälden har för närvarande sju återförsäljare av obligationer i svenska kronor som de kontakter regelbundet. Vid introduktion av nya instrument eller nya strategier kan Riksgälden dessutom kontakta slutplaceringarna. Ibland vill slutplaceringarna emellertid inte redovisa sina önskemål för bankerna och vänder sig då direkt till Riksgälden.

För upplåning i utländsk valuta hade Riksgälden i slutet av januari 2016 elva godkända motparter för obligationer och fyra för Commercial Papers. Vid emissioner i utländsk valuta anger Riksgälden att de har ett ”opportunistiskt” förhållningssätt och använder de banker som av erfarenhet eller för tillfället bidrar med värdefullast information. Riksgäldens plan är vidare att ha regelbunden kontakt med slutplaceringarna i utlandet, exempelvis varannat år med placeringarna utanför Europa.

Beslut om auktioner av statspapper i svenska kronor

Inom ramen för upplåningsplanen beslutas om veckovisa auktioner. De besluten publiceras inte. Det finns inte några dokumenterade kriterier för vad som ska beaktas inför auktionsbesluten, exempelvis när valet av löptider ska styras av marknadsförbehov, men Riksgälden överväger att skapa en rutinbeskrivning. Beslut om de veckovisa emissionernas exakta utformning baseras på att Riksgälden en vecka innan auktionen ringer runt till återförsäljarna och frågar om det är några löptider eller volymer som är olämpliga att emittera. För att informationen ska beaktas i beslutet krävs normalt att fler än en återförsäljare säger samma sak.

När det är betydande förändringar och osäkerheter på statspappersmarknaden krävs att Riksgälden är flexibel och avvikelserna från läneplanen kan bli större. Osäkerheten kom exempel-

vis i januari 2016 bland annat från att centralbanker köpt upp vissa löptider och därmed orsakat brist på dessa. Informationen från återförsäljarna – tillsammans med noteringar från repo-marknaden – får i ett sådant läge ökad betydelse för vilka löptider som emitteras och Riksgälden kan också byta tidpunkt mellan planerade emissioner.

Riksgälden använder inte några kvantitativa mått på likviditeten, som köp- säljspreadder eller handlade, efterfrågade eller utbudna volymer som underlag för emissionsbeslut.

Som en del av marknadsförbehoven beslutar Riksgälden ibland att byta in äldre lån mot nya och mer likvida benchmarklån. Det finns en praxis som är kommunicerad till marknaden att Riksgälden inte betalar mer än andrahandsmarknaden för marknadsförbehoven, eftersom de är en service till placeringarna. Vid nya lån som Riksgälden vill öka likviditeten i så kan man dock vara mer generös.

Beslut om antagande av anbud i auktioner

Riksgälden använder sedan länge tumregler som underlag för beslut om vilka bud som accepteras. De skiljer mellan vanliga och inbytesauktioner och är väl kommunicerade till berörda personer inom myndigheten. Riksgälden bedömer det dock som olämpligt att formalisera och publicera sådana tumregler, dels för att de kan utnyttjas av budgivarna och höja statens upplåningskostnader, dels för att en mekanisk tillämpning av tumreglerna också kan minska upplåningens effektivitet.

Beslut att emittera obligationer i utländsk valuta

Tidigare styrdes valutaupplåningen av målet att 15 procent av statsskulden skulle vara i utländsk valuta. Målet avser exponering mot – och inte upplåning i – utländsk valuta. Det har gjort det möjligt att låna upp i svenska kronor och sedan skapa valutaexponering med hjälp av derivat²¹ vilket tidvis bedömts som förmånligare än att låna upp i utländsk valuta.

²¹ En beskrivning av hur detta går till finns i Underlag för utvärdering - statsskuldens förvaltning 2014, sid 28.

De senaste åren har Riksgälden emellertid gjort en översyn av valutaandelens storlek som visat att valutaexponering ökar risken men inte nödvändigtvis bidrar till att sänka den förväntade, långsiktiga kostnaden för skulden. I riktlinjerna för 2015 ändrade därför regeringen målet till att andelen valutaexponering gradvis ska minska, se vidare avsnitt 2.1.

Valutaexponeringsmålet anpassades så att valutaexponeringen ska dras ned i samma takt som derivaten förfaller. Numera styrs därmed upplåningen i utländsk valuta i praktiken av behoven att låna för Riksbanken eller annan vidareutlåning, av marknadsvårdsskäl eller för att avlasta SEK-marknaden.

Inom ramen för de valutaexponeringsmål som läggs fast i regeringens riktlinjer och Riksgäldens Finans- och riskpolicy har Riksgälden inte några dokumenterade riktlinjer för val av valuta vid upplåning – där dock valmöjligheterna är begränsade – löptid eller deltagande banker. Filosofin är att låna där det är billigast och upplåningen är flexibel och opportunistisk. Det bedöms emellertid som långsiktigt värdefullt att emittera i USD-marknaden med viss frekvens, även om det ofta är lättare att låna stora volymer i EUR-marknaden. I fråga om vidareupplåning för bland andra Riksbanken är möjligheterna att välja valuta²² och löptid normalt små och Riksgäldens uppgift begränsas till att minimera upplåningskostnaderna genom skickliga förhandlingar och val av syndikerade banker.

Upplåningen i utländsk valuta baseras på rådgivning från banker om var räntan kommer att hamna om Riksgälden emitterar. Riksgälden baserar sitt val av bank på flera kriterier, varav ett är Riksgäldens tidigare erfarenheter av banken. Det finns ett urval av banker som Riksgälden bedömer har levererat bra resultat. Bland dessa väljer Riksgälden enligt en rotationsprincip för att undvika en koncentration av affärer till någon eller några banker, vilket skulle kunna uppfattas som orättvist och medföra risk för, eller misstanke om, intressekonflikter. I den mån återförsäljare i

statsobligationer kvalificerar sig, väljs minst en av dem. Ett annat kriterium är vilka analyser och råd bankerna erbjuder. Ett tredje kriterium är hur aktiva bankerna är, exempelvis med att lämna offerter. Det finns en risk att vissa banker förespeglar orealistiska upplåningskostnader för att få delta i emissioner, men genom ifrågasättande och hård gallring anser Riksgälden att man undviker sådana problem.

Ibland gör Riksgälden så kallade Private Placements om en bank meddelar att de har en kund som vill investera. Private Placements kan normalt ske till lite lägre räntor än publika emissioner.

Vid bedömningen av offererad eller förväntad emissionsränta i USD jämför sig Riksgälden med låntagare såsom Världsbanken, Inter-American Development Bank, Asian Development Bank eller liknande överstatliga emittenter, så kallade Supra Nationals. I EUR är Finland och Nederländerna referenser. Dock lånar dessa länder till lägre ränta än Sverige eftersom de agerar i sin inhemska marknad, oftast i större likvida emissioner. I båda valutorna är KfW²³ en referens. Riksgälden lånar normalt till en lägre ränta än KfW och det är viktigt att upprätthålla denna differens.

Chefen för skuldförvaltning har delegerat beslut om val av banker, valuta, löptid, tidpunkt och ränta vid upplåning i utländsk valuta till upplåningschefen. Arbetsfördelningen är ofta att chefen för Upplåning sköter förhandlingarna och chefen för Skuldförvaltning är bollplank.

6.2 Bedömning

Information som underlag för emissionsbeslut

Inför beslut om emissioner i svenska kronor litar Riksgälden i hög grad till information från återförsäljarna. Riksgälden bör överväga om det finns risk för intressekonflikter som kan styra återförsäljarnas val av vilken marknadsinformation som de vidarebefordrar. För att minska denna risk kan det vara befogat att regelbundet kontakta slutplacerares även på den svenska

²² Låntagaren, t.ex. Riksbanken, väljer valuta. Riksgälden kan dock välja upplåningsvaluta som i sin tur växlas till den valuta mottagaren önskar.

²³ Kreditanstalt für Wiederaufbau, tysk statsstödd utvecklingsbank.

marknaden. Riksgälden får visserligen inte någon information om vilka slutplacere som köper de emitterade statspapperen, men med hjälp av årsredovisningar och annan publik information bör det vara möjligt att få fram ett urval av slutplacere som kan kontaktas regelbundet.

Beslut om auktioner av statspapper i svenska kronor

De övergripande besluten om upplåningen fattas av regeringen, Riksgäldens styrelse och Riksgäldsdirektören. Upplåningsenheten har mandat att inom denna övergripande ram välja löptider, ändra tidsordning på auktioner och byta in lån. Mandatet motiveras av att det krävs flexibilitet för att anpassa upplåningsverksamheten till marknadssituationen för att långsiktigt minimera lånekostnaderna och upprätthålla förtroendet för Riksgälden. Omvänt kan en felaktig användning av mandatet öka upplåningskostnaderna och skada Riksgäldens rykte. Besluten är därför betydelsefulla även om de sker inom ett avgränsat mandat. För att reducera nyckelpersonberoende, säkerställa enhetlighet i besluten och minimera risken för intressekonflikter bör Riksgälden genomföra sina planer att upprätta en rutinbeskrivning med

kriterier för viktigare beslut, exempelvis på vilka grunder auktionerna helt eller delvis anpassas till behovet av marknadsvård. Av samma anledning bör Riksgälden även undersöka möjligheterna att använda kvantitativ marknadsinformation för att bedöma olika låns likviditet.

Beslut om antagande av anbud i auktioner

Valet att kommunicera tumregler för vilka lämnade bud som man accepterar internt till berörda personer inom Riksgälden är enligt ESV:s bedömning en rimlig avvägning mellan behovet av tydliga kriterier och risken för att informationen eller en mekanisk tillämpad regel utnyttjas av budgivarna.

Beslut att emittera obligationer i utländsk valuta

På motsvarande sätt som vid Riksgäldens auktioner av statspapper i svenska kronor är det viktigt att reducera nyckelpersonberoendet och risken för intressekonflikter. Riksgälden bör därför i strategidokument eller rutinbeskrivningar ange kriterier för val av valuta, löptid och banker inom Upplåningsenhetens mandat.

7 Dokumentation av upplåningsbeslut

7.1 Observationer

Inom ramen för utvärderingen har dokumentationen från ett litet stickprov av auktioner och beslut att låna i utländsk valuta granskats för att få en uppfattning om dokumentationens utseende och förekomsten av dualitet. En observation är att sju av åtta granskade beslut signerats av två personer och det åttonde beslutet signerats av en person.

7.2 Bedömning

Det är viktigt att Riksgälden säkerställer att samtliga beslut om enskilda emissioner eller antagande av anbud omfattas av dualitet så att minst två personer deltar i beslutet och att detta dokumenteras.

8 Delegering av upplånings- och positionsmandat

8.1 Observationer

Riksgäldens organisation och delegering regleras i förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret. Riksgäldens styrelse beslutar inom denna ram om Riksgäldens övergripande organisation och delegeringsbestämmelser. I nästa led beslutar riskgäldsdirektören om en intern arbetsordning, där det bland annat anges att ”All delegering ska ske i skriftlig form, exempelvis genom arbetsordningar.” Därunder finns mer specifika arbetsordningar för varje avdelning. I Arbetsordning för avdelning Skuldförvaltning anges exempelvis att ”Avdelningschefen beslutar att till ansvarig tjänsteman för positioner i utländsk valuta, delegera positioner i utländsk valuta inom ramen för”... ”Avdelningschefen beslutar att som ansvarig tjänsteman för positioner i utländsk valuta utse [namn].”

Vidare har avdelningschefen för skuldförvaltningen delegerat sitt mandat att göra affärsavslut i förvaltningen av statsskulden till chefen för upplåningsenheten, med undantag av att vid upplåning i svenska kronor ställa in eller senarelägga auktion samt att skära ned beslutad emissions- eller uppköpsvolym. Därutöver delegerar avdelningschefen hela sitt mandat när han inte är i tjänst till, enligt en angiven turordning, sju olika personer.

Slutligen har chefen för Upplåningsenheten delegerat olika typer av affärsavslut inom enheten till namngivna anställda, exempelvis ansvarig vid auktioner.

8.2 Bedömning

Som framgår av avsnitt 7 har endast ett litet antal upplåningsbeslut granskats. Samtliga har fattats med stöd av skriftlig delegering.

9 Uppföljning av kostnads målet

9.1 Utgångspunkter

En grundläggande utgångspunkt för ESV:s analys och bedömning är att lånekostnader belastar statsbudgeten lika mycket som motsvarande förvaltningsanslag. Om det saknas tydlig mätning och utvärdering av lånekostnaderna finns det emellertid en risk att Riksgälden väljer lösningar som är administrativt billiga men som leder till onödigt höga lånekostnader. Slutsatsen är att lånekostnaderna bör mätas och utvärderas så exakt som möjligt och att det i många fall är statsfinansiellt lönsamt att sätta av resurser för detta.

9.2 Beräkning av statens upplåningskostnad

9.2.1 Observationer

Riksgälden redovisar tre mått på upplåningskostnaden.²⁴

Det första är räntebetalningarna som visar hur mycket räntor som betalas ett enskilt år. Måttet är kassamässigt och styrs av konventioner. En sådan är att överkurser vid emissioner reducerar räntebetalningarna vilket lett till att dessa varit extremt låga vissa år. Räntebetalningarna påverkas även av andra tillfälliga effekter som byten mellan obligationer.

Det andra måttet är genomsnittlig emissionsränta som beräknas genom att vikta emissionsräntan för utestående instrument med nominellt belopp. Riksgälden redovisar genomsnittlig emissionsränta för utestående lån och för periodens upplåning. Måttet ger en ofullständig bild av de samlade upplåningskostnaderna eftersom det inte inkluderar växelkurseffekter på lån i utländsk valuta eller inflationskompensation på realobligationer. Att viktningen görs med nominella belopp leder också till att lån med lång löptid får oproportionerligt stort genomslag i den

genomsnittliga emissionsräntan. Räntorna redovisas för olika skuldslag separat eftersom räntorna är av olika typ och därför inte är direkt jämförbara. Effekter av återköp och byten inkluderas inte i måttet.

Det tredje måttet är den periodiserade kostnaden. Den ska visa kostnaden på ett enhetligt sätt för alla skuldslag och är ett mått som konstruerats av Riksgälden. Den beräknas för Riksgäldens kapitalmarknads- och penningmarknadsupplåning med undantag för valutaterminer och Commercial Papers.

Bakgrunden till måttet är att Riksgälden anser att skulden inte ska marknadsvärderas, eftersom den i normalfallet behålls till den förfaller. Variationer i marknadsvärdet bedöms därför vara irrelevanta, utom vid uppköp och byten vilka sker till marknadsvärdet. Värderingsmetoden kan beskrivas som att Riksgälden marknadsvärderar upplåningen vid emissionstillfället och sedan använder emissionsräntan – i stället för aktuella marknadsnoterade räntor – för att värdera lånet under hela löptiden. Metoden är relativt enkel och transparent för instrument där alla framtida kassaflöden är kända, vilket de är för statsobligationer i svenska kronor och statsskuldväxlar. För instrument där det framtida kassaflödena är okända – i Riksgäldens fall gäller det instrument i utländsk valuta, realobligationer och swappar – räknas kassaflödena fram med hjälp av stoppkurser (för valutor och rörliga räntor i swappar) och den så kallade Break Even Inflation²⁵ (för realobligationer).

Den periodiserade kostnaden beräknas normalt för instrumentets hela löptid och utgörs då av den interränta (Yield) som gör att det diskonterade värdet av samtliga kassaflöden blir lika med det belopp som Riksgälden faktiskt fick betalt. För nominella statsobligationer i svenska kronor och

²⁴ Beskrivningen av måtten är delvis hämtad från Underlag för utvärdering - statsskuldens förvaltning 2014, sid 9.

²⁵ Ränteskillnaden mellan nominella och reala statsobligationer med samma löptid.

statsskuldväxlar innebär metoden att den periodiserade kostnaden är lika med emissionsräntan.

Metoden innebär åtminstone tre skillnader mot marknadsvärdering och hur avkastning vanligtvis beräknas på finansmarknaderna:

- Ränteförändringar under instrumentets löptid (med undantag för den okända framtida rörliga räntan i swappar) påverkar inte kostnaden. Vid marknadsvärdering påverkar däremot ränteförändringar skuldvärde och lånekostnad.
- Effekterna av förändringar i valutakurser, Break Even Inflation och rörliga swappräntor fördelas jämnt från emissions-tidpunkten till det kassaflöde då effekterna av förändringen realiserar. Vid marknadsvärdering påverkas skuldvärden och lånekostnader då förändringen inträffar.
- Avkastningen beräknas som internräntan för den valda perioden. Det innebär dels att avkastningar för korta perioder inte kan multipliceras ihop till avkastningen för en längre period utan måste räknas fram separat, dels att kassaflöden som avviker från tidigare antaganden (exempelvis på grund av valutarörelser) påverkar avkastningen för instrumentets hela löptid, d.v.s. även retroaktivt. Vid marknadsvärdering beräknas vanligtvis avkastningen för varje period separat (i form av så kallad Time Weighted Return) och avkastningen för längre tidsintervall erhålls genom att multiplicera ihop periodavkastningarna.

Riksgälden har dokumenterat principerna för beräkning av den periodiserade kostnaden tillsammans med ett antal räkneexempel men har inte någon manual som beskriver beräkningarna med exempelvis formler. Beräkningarna görs i programmeringsspråket MatLab och den enda detaljerade dokumentationen är programkoden.

Alla tre kostnadsmåten beräknas för den utestående skulden, men enbart den genomsnittliga

emissionsräntan för periodens upplåning. Riksgälden anger vidare att "Det är värt att notera att oavsett mått kan inte beräkningarna användas för att avgöra om ett skuldslag är billigare än ett annat eftersom löptiden är olika. För att en sådan jämförelse ska vara rättvisande måste analysen göras för samma löptid. I denna rapport redovisas kostnaden givet hur skulden faktiskt ser ut".²⁶

Riksgälden marknadsvärderar skulden och redovisar resultatet på hemsidan, men gör inte någon beräkning av upplåningskostnader baserad på marknadsvärdering.

Riksgäldens rapportering till styrelsen regleras i Finans- och riskpolicyn. Under rubrikerna Rapportering till styrelsen anges att resultat eller kostnad ska redovisas för positionstagningen i utländsk valuta och privatmarknadsupplåningen samt över värdeutvecklingen på avgiftsportföljen i förvaltningen av avgiftsmedel från insättningsgarantin. Däremot finns inte några krav att redovisa kostnader för upplåningen på kapital- eller penningmarknaderna eller för hela skuldförvaltningen för att följa upp hur Riksgälden uppfyller det övergripande målet att minimera upplåningskostnaderna.

9.2.2 Bedömning

I skuldförvaltningen behöver upplåningskostnaderna mätas som underlag för att:

- utvärdera det övergripande målet att minimera de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk,
- löpande kontrollera resultaten av emissioner, positionstagnation och andra affärer med syfte att hantera finansiella och operativa risker.

a) Kostnadsmätning för att utvärdera Riksgäldens övergripande mål

För att kunna utvärdera det övergripande målet måste den långsiktiga upplåningskostnaden och risken mätas. Mätningen bör vidare så långt möjligt utformas så att resultaten är lätta att förstå och kan jämföras mot marknadsdata, kvantitativa

²⁶ Underlag för utvärdering – statsskuldens förvaltning 2014, sid 9.

mål, benchmark och konkurrenter. ESV delar Riksgäldens bedömning att räntebetalningarna inte kan användas för sådana jämförelser eftersom de i alltför hög utsträckning påverkas av tillfälliga faktorer. ESV instämmer också i att emissionsräntorna ger en ofullständig bild av de samlade kostnaderna eftersom de inte beaktar valutakursförändringar och inflationskompensation. För att avhjälpa dessa brister har Riksgälden konstruerat måttet periodiserad kostnad, vilket bygger på den för myndigheten rimliga förutsättningen att skulderna normalt behålls till förfall.²⁷ ESV:s bedömning är emellertid att den periodiserade kostnaden är svår att förstå och inte heller på ett enkelt sätt kan jämföras mot marknadsdata, kvantitativa mål, benchmark och konkurrenter. En anledning är att den historiska avkastningen revideras retroaktivt om ett kassaflöde påverkas av exempelvis valutakursförändringar.

Enligt ESV:s bedömning bör Riksgälden mot ovanstående bakgrund överväga att i större utsträckning använda vedertagna värderingsmetoder och – om möjligt – färdiga system för kostnadsberäkningen. En möjlighet är att värdera skuldinstrumenten på vanligt sätt, men i stället för marknadsräntor använda respektive instruments emissionsränta.²⁸ Därigenom uppnås att ränterörelser under skuldens löptid inte tillåts påverka värdering och kostnad. Variationer i valutakurser eller inflationskompensation ska däremot påverka kostnaden eftersom de avgör hur mycket Riksgälden måste betala för kuponger eller inlösen. Frågan är då vilken period som kostnaden ska belasta. Praxis för exempelvis obligationer i utländsk valuta är att de först värderas i respektive denomineringsvaluta och sedan räknas om till svenska kronor med aktuella valutakurser. Metoden innebär att valutakursförändringar ger kortsiktiga fluktuationer i kostnaden, men normalt redovisas kostnaderna ändå för längre perioder vilket utjämnar variationerna. Slutsatsen är att genom att värdera med respektive instruments

emissionsränta och med aktuella noteringar för valutakurser och inflationskompensation så ökar transparensen utan att ränteförändringar under löptiden tillåts påverka värdering och kostnad. Om varje emission registreras som ett separat instrument så att värdering kan ske i finanssystemet minskar även de operativa riskerna.

Andra fördelar är att den beräknade durationen inte påverkas av ränteförändringar och därför blir ett stabilt riktmärke.

Vidare saknar ESV en redovisning av upplåningskostnadernas risk. Den historiska periodiserade kostnaden beräknas för varje instruments hela löptid, som i genomsnitt för hela upplåningen uppgår till drygt 4 år. Det innebär att den periodiserade kostnaden för hela skulden är utjämnad över tiden och varierar förhållandevis lite. Varje år emitterar Riksgälden dock betydande belopp och räntorna kan variera kraftigt även under relativt korta perioder. Ett riskmått som ska fånga dessa risker bör därför sannolikt inte grundas på variationer i skuldens periodiserade kostnader. Mot nyss nämnda bakgrund är ESV:s slutsats att Riksgälden bör redovisa hur upplåningskostnadernas risk ska mätas.

b) Kostnadsmätning för att kontrollera resultat och som underlag för att hantera risker

Skuldförvaltning har betydande likheter med kapitalförvaltning vad gäller processer, system, marknader, marknadsinformation samt operativa och finansiella risker. Processer, system och risker är till stora delar desamma, med den viktiga skillnaden att Riksgälden lånar och kapitalförvaltarna placerar. Det är därmed befogat att dra lärdom av riskhanteringen inom kapitalförvaltning.

En erfarenhet från åtminstone större och mer komplexa kapitalförvaltningar är att den dagliga marknadsvärderingen och avkastningsmätningen utgör en viktig grund för riskhantering och kontroll. Ofta är den första signalen om en felaffär

²⁷ Tidvis har dock uppköpen, som sker till marknadsvärde, varit omfattande.

²⁸ Det kräver att skuldinstrumenten från varje emission kan värderas separat vilket för närvarande inte är möjligt att göra i Riksgäldens finanssystem, men skulle möjliggöras om varje emission registreras som ett eget instrument.

eller önskad riskexponering att förvaltare eller funktionen för riskkontroll upptäcker att avkastningen avviker från det förväntade. Daglig marknadsvärdering och avkastningsberäkning för verksamhetens olika delar möjliggör också en enhetlig rapportering av samtliga förvaltningsområden till ledning och styrelse, vilket minskar risken att kostnader och intäkter döjs eller glöms bort.

Riksgälden har valt att mäta de långsiktiga upplåningskostnaderna som periodiserad kostnad. Egenutvecklade mått medför risker vid den operativa hanteringen och tolkningen av resultaten. Även vid en eventuell övergång till en förenklad metod, som diskuteras i föregående avsnitt, kan avkastningsmåten behöva tolkas.

Slutsatsen är att Riksgälden som ett komplement löpande bör marknadsvärdera skulder och finansiella instrument samt beräkna upplåningskostnader baserade på dessa marknadsvärden:

- Som underlag för den löpande kontrollen av operativa, marknads- och andra risker.
- Som jämförelsenorm för den egenutvecklade beräkningen av periodiserade kostnader för att säkerställa att den fångar upp skuldförvaltningens samtliga kostnader och intäkter på avsett sätt.
- För att förklara egenskaper och dynamik hos de långsiktiga kostnaderna, oavsett om de beräknas med nuvarande eller en förenklad metod, genom att jämföra dem med mer välkända mått baserade på marknadsvärdering.

Riksgälden registrerar samtliga instrument, utom de som används för hushållsupplåning, i ett finanssystem som har funktionalitet för värdering och avkastningsberäkningar. Riksgälden marknadsvärderar för närvarande derivat och använder marknadsvärden för att beräkna avkastningen på positionstagningen. Vidare marknadsvärderas skulden bland annat för att kunna beräkna dess duration. Slutsatsen är att förslaget att beräkna marknadsvärderade skulder och kostnader bör kunna genomföras med befintliga system och utan stora extra resursinsatser.

c) Rapportering

Finans- och riskpolicyn bör kompletteras med krav på rapportering av kostnaderna för skulden och för upplåningen under olika perioder, totalt och uppdelad på åtminstone instrument, valutor och löptider. Det bör också anges att rapporteringen ska innehålla lämpliga jämförelsemått och analyser som underlättar för styrelsen att bedöma om kostnaderna är höga eller låga.

9.3 Utvärdering av statens upplåningskostnad

9.3.1 Observation

Målet för statsskuldsvärdningen är att minimera kostnaderna med beaktande av risk. Riksgälden anger att²⁹ ”Det är svårt att värdera i vad mån det övergripande målet uppfylls. Det finns inget kvantitativt mål för kostnaderna och inte något naturligt benchmark för jämförelser. Att jämföra med andra statliga låntagare är inte heller lätt eftersom förutsättningarna är olika”. Riksgälden väljer att i stället fokusera på ett antal mellanliggande mål som ”understödjer det övergripande målet men är lättare att påverka och mäta”. Dessa är:

- En likvid statspappersmarknad med en väl fungerande infrastruktur
- Transparens och förutsägbarhet
- Tydlig och öppen kommunikation med investerare och återförsäljare
- Goda motparts- och investerarkontakter
- En bred investerarbas
- Derivatpositioner i utländsk valuta i syfte att uppnå lägre kostnader eller risker.

De mellanliggande målen utvärderas främst genom att TNS Sifo Prospera mäter förtroendet för Riksgälden hos återförsäljare och investerare samt genom egna bedömningar.

9.3.2 Bedömning

Riksgäldens mål är att minimera de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk. Flera av

²⁹ Underlag för utvärdering – statsskuldens förvaltning 2014 sid 3.

kostnadernas, och i viss utsträckning även riskernas, viktigaste bestämmningsfaktorer kan dock inte påverkas av Riksgälden, exempelvis:

- A. Det allmänna ränteläget, vilket påverkas av internationella räntor, inflation, konjunktur, penningpolitik och finansmarknadernas förväntningar.
- B. Statens kreditvärdighet som låntagare, vilken i sin tur bestäms av nettolånebehovets storlek och förväntade utveckling samt statsskuldens nivå.
- C. Slutplacernas riskapitit och efterfrågan på statspapper.

Inom ramen för dessa övergripande förutsättningar och regeringens riktlinjer ska Riksgälden minimera de långsiktiga kostnaderna genom att välja instrument, valutor, löptider, försäljningskanaler, försäljare, information till marknaden och marknadsvårdande åtgärder.

För att utvärdera Riksgäldens bidrag till kostnads målet behöver de faktiska upplåningskostnaderna rensas från inverkan från faktorerna A, B och C, alternativt behöver effekterna av Riksgäldens faktiska val mätas relativt någon form av "Best Practice" eller benchmark. Detta är en situation som Riksgälden delar med både andra emittenter och med kapitalförvaltare. Utvärdering sker vanligtvis genom att jämföra med aktörer med liknande förutsättningar, exempelvis konkurrenter, eller med konstruerade portföljer som benchmarkindex eller strategiska portföljer. I Riksgäldens fall försämras dock förutsättningarna av att det inte finns några andra emittenter av svenska statspapper att jämföra med. Riksgäldens dominerande ställning gör också att det kan bli svårt att beräkna upplåningskostnaden för en teoretisk benchmarkportfölj som avviker kraftigt från Riksgäldens faktiska skuld, eftersom en sådan portfölj sannolikt inte skulle kunna skapas till gällande marknadsräntor.³⁰

Det är således betydande svårigheter förknippade med att konstruera lämpliga portföljer eller hitta lämpliga aktörer att jämföra Riksgäldens kostnader med. Frågan har också en lång historik på Riksgälden. Fram till slutet av 1990-talet användes riktmärkesportföljer som jämförelsenormer för upplåningens sammansättning och kostnader. De avvecklades bland annat på grund av att det var svårt att styra den faktiska skulden så att den överensstämde med riktmärkesportföljerna. De ersattes med nuvarande ordning med riktlinjer för statsskuldens förvaltning som beslutas av regeringen efter förslag från Riksgälden. Därigenom blev styrningen av Riksgälden mindre exakt och myndighetens utrymme att anpassa upplåningen till marknadsutvecklingen och upplåningsbehovet ökade. Det är emellertid möjligt att ge Riksgälden samma manöverutrymme genom mandat att avvika från en riktmärkesportfölj. På det sättet erhålls den önskade flexibiliteten utan riktlinjernas problem att de inte ger tillräcklig vägledning för att utvärdera i vilken utsträckning Riksgälden uppfyller målet att minimera kostnaderna med beaktande av risk.

Riksgälden gör inte heller någon utvärdering av de samlade faktiska lånekostnaderna utan har, som nämnts, i stället valt att utvärdera ett antal mellanliggande mål. Det är emellertid inte självklart att dessa mellanliggande mål fångar alla, eller ens de viktigaste, faktorer som påverkar det övergripande målet. Vidare kan det vara svårt att tolka resultaten av den typ av förtroendemätningar som Prospera gör. Ger försäljare och investerare höga betyg på grund av att de bedömer att Riksgälden gör ett bra jobb med att minimera upplåningskostnaderna eller på grund av att Riksgälden är en viktig kund som de tjänar pengar på? Det finns därför anledning att komplettera Prosperaundersökningar och rundringning till återförsäljare med kvantitativa mått där det är möjligt. Ett exempel är att likviditeten på

³⁰ Dessa svårigheter skulle eventuellt kunna minskas genom att skatta köparnas pris känslighet och använda resultatet för att mer exakt beräkna effekterna av alternativa upplåningsbeslut. Inom kapitalförvaltning används sådana så kallade Market Impact-modeller för att beräkna kostnaderna för prispåverkan vid stora affärer.

värdepappersmarknaden kan mätas med hjälp av marknadsdata och att andra upplåningskontor regelbundet följer köp-säljspreddar och handlade volymer på andrahandsmarknaden i detta syfte.³¹ ESV:s bedömning är att det är bättre att jämföra mot bästa möjliga riktmarkesportfölj och förklara avvikelser som beror på skillnader i förutsättningar, mätproblem eller liknande än att helt avstå från att använda riktmarkesportföljer för att utvärdera kostnaderna. Det finns vidare andra länder som konstruerat strategiska portföljer som benchmark för statsupplåningen.³² Preliminära kontakter med Finlands upplåningsmyndighet indikerar exempelvis att införandet av en strategisk portfölj som benchmark år 2005 har haft positiv inverkan på interna processer och beslut. Liknande strategiska portföljer används också av skuldkontoren i Nederländerna och Portugal. Det har argumenterats att dessa upplåningsmyndigheter har andra förutsättningar än Riksgälden eftersom de ingår i Euroområdet medan Sverige har en egen valuta. Den kanske viktigaste konsekvensen av denna skillnad är att Euro-marknaderna för räntederivat är betydligt större och mer likvida än de svenska, vilket gör det lättare för de utländska kontoren än för Riksgälden att styra skuldens duration. De grundläggande förutsättningarna att upplåningskostnaderna främst påverkas av faktorer utanför kontorens kontroll, som beskrivs i punkterna A-C ovan, och att vara den enda emittenten av sitt lands statspapper delar de utländska kontoren dock med Riksgälden.

Regeringen bör mot ovanstående bakgrund överväga att ge Riksgälden i uppdrag att med utgångspunkt från utländska skuldkontors erfarenheter och forskning inom området utarbeta förslag till riktmarkesportföljer som kan användas för att utvärdera Riksgäldens upplåningskostnader.³³ I det arbetet bör följande utgångspunkter, avgränsningar och tillämpningar beaktas.

³¹ State Treasury Finland, Annual review 2014, Sid 34.

³² State Treasury Finland, Annual review 2014, Sid 39.

³³ I en tidigare utvärdering har granskaren föreslagit att "regeringen och Riksgälden ser över hur olika jämförelser mellan upplåningsformer bör ske (Skr 2011/12:104 sid 31). Regeringen ansåg då att det inte var "motiverat att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera dessa kostnadsjämförelser".

a) Utgångspunkter

Riksgälden har tidigare undersökt möjligheterna att med kvantitativa metoder styra och utvärdera statsskuldsköpsförvaltningen.³⁴ Riktmarkesportföljer användes under flera år för utlandsupplåningen. En riktmarkesportfölj introducerades även för upplåningen med nominella statsobligationer och statsskuldväxlar i svenska kronor, men bedömdes som svår att använda eftersom den faktiska skulden påverkades av faktorer som låg utanför Riksgäldens kontroll och att det på grund av Riksgäldens unika position på den svenska finansmarknaden i praktiken blev omöjligt att styra upplåningen så att skulden motsvarade riktmarkesportföljen. För närvarande används inte riktmarkesportföljer för några delar av upplåningen.

ESV delar uppfattningen att upplåningskostnaderna i stor utsträckning påverkas av faktorer utanför Riksgäldens kontroll och att Riksgäldens position som dominerande aktör begränsar möjligheterna till aktiv förvaltning av statskulden. Det är dock enligt ESV:s bedömning möjligt att förbättra utvärderingen genom att komplettera de kvalitativa bedömningarna av mellanliggande mål med beräkningar av kostnadsskillnader mot riktmarkesportföljer. Sådana beräkningar kan – rätt utformade – ge tydligare indikationer på statsskuldsköpsförvaltningens effektivitet än kvalitativa och indirekta utvärderingar. ESV delar också Riksgäldens bedömning att en felaktigt utformad styrning och utvärdering med riktmarkesportföljer kan medföra att upplåningskostnaderna ökar, men det kan även en tydlig utvärdering göra.

b) Avgränsningar

ESV:s uppfattning är att uppdraget bör utföras stegvis och så långt möjligt bygga på befintliga rutiner. Ett exempel är att riktmarkesportföljerna kan baseras på regeringens riktlinjer för statskuldens förvaltning, vilka preciseras i form av

³⁴ Intervju med Lars Hörngren, Riksgäldens förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 1998, 1999 och 2000 samt rapporterna Metoder för analys av statsskuldsköpsförvaltningens sammansättning (1999-05-19) och Metoder för utvärdering av regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning (1999-05-25).

portföljer för att möjliggöra en tydligare utvärdering. Till portföljerna bör också kopplas intervall för tillåtna avvikelser motsvarande dem som finns i nuvarande riktlinjer.

ESV:s uppfattning är vidare att den större frågan att utvärdera om riktmärkesportföljerna minimerar kostnaderna med beaktande av risk inte bör ingå i uppdraget.

Ett motiv är att behovet av en övergripande utvärdering inte ökar bara för att riktlinjerna över-sätts till riktmärkesportföljer. Vid utformningen av riktlinjerna krävs samma ställningstaganden som vid konstruktionen av en riktmärkesportfölj, främst vilken sammansättning och duration som minimerar upplåningskostnaderna samt vilka mandat att avvika som Riksgälden bör ha. Efter-som systemet med riktlinjer nu funnits i över 15 år får det förutsättas att en process för dessa ställningstaganden redan finns. Ett annat motiv är att en sådan utvärdering kräver simuleringar, scenarioanalyser och liknande som med fördel hanteras separat.

Det innebär också att utvärderingen enbart ska avse Riksgäldens statsskuldsvältning relativt riktmärkesportföljerna.

Det är sannolikt lämpligt att börja med att utforma en riktmärkesportfölj för en del av verksamheten, exempelvis upplåningen i utländsk valuta, utvärdera dess användbarhet och därefter gå vidare till andra områden.

c) Tillämpningar

Jämförelser mot riktmärkesportföljer, eller bench-marksportföljer, inom finansiell verksamhet

bygger normalt på att den aktör som utvärderas har möjlighet att i sin förvaltning skapa en portfölj som är likadan som riktmärket. Det brukar uttryckas som att aktören ska kunna replikera benchmark. I Riksgäldens fall är det svårt att konstruera en riktmärkesportfölj som vid alla tillfällen är replikerbar, eftersom exempelvis upplåningsbehoven kan variera oförutsett och Riksgäldens möjligheter att parera sådana variationer begränsas av den svenska marknadens storlek samt av kraven på förutsägbarhet och transparens i upplåningen. I uppdraget bör ingå att konstruera modellportföljer som i sin utformning beaktar sådana oförutsedda händelser och Riks-gäldens begränsningar. Det finns dock en risk att riktmärkesportföljerna ändå inte går att replikera. För att inte dessa svårigheter ska leda till ett beslut att helt avstå från att använda riktmärkes-portföljer, eller till en olämplig användning av dem, bör det i förväg anges hur en sådan situation ska hanteras.

ESV:s uppfattning är att i en sådan situation ska samtliga skillnader i kostnader mellan Riksgäldens skuldportföljer och riktmärkesport-följerna beräknas och så långt möjligt fördelas på sådana som Riksgälden kunnat och inte kunnat påverka. För att inte uppdelningen ska leda till godtycklighet i utvärderingen bör det ingå i upp-draget att sätta upp kriterier för vilka avvikelser som ska bedömas bero på situationer som Riks-gälden inte kan påverka.

Skr. 2015/16:104
Bilaga 1

Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning

Ekonomistyrningsverket har i regleringsbrevet för 2015 fått i uppdrag att genomföra en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning för perioden 2011–2015. Statsskuldförvaltningen utvärderas vartannat år i en skrivelse till riksdagen. Regeringen har för avsikt att bilägga myndighetens utvärdering till skrivelsen Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015, vilken ska lämnas till riksdagen senast den 25 april 2016.

Granskningens inriktning ska tas fram i samråd med Regeringskansliet (Finansdepartementet). Nedan följer Finansdepartementets förslag till inriktning för granskningen. Ekonomistyrningsverket är oförhindrat att utvärdera även andra frågeställningar.

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under åren 2011–2015 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.
- Analysera hur förutsättningarna för statsskuldförvaltningen påverkats av lågräntemiljön vad gäller både kostnader och risker.

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

Granskningsuppdragen

Regeringens riktlinjebeslut, Riksgäldskontorets strategiska beslut och förvaltning utvärderas över rullande femårsperioder. Kommande utvärdering avser åren 2011–2015. Då åren 2011–2013 utvärderats tidigare bör granskningen framförallt fokusera på åren 2014 och 2015.

Räntorna i Sverige och i Europa har fallit till de lägsta nivåerna i modern tid. I takt med detta har statens upplåningskostnad blivit allt lägre. ESV ska särskilt analysera hur förutsättningarna för statsskuldförvaltningen påverkats av lågräntemiljön vad gäller både kostnader och risker.

Avrapportering

Uppdraget ska redovisas senast den 11 mars 2016 i form av en skriftlig rapport till regeringen. Minst tre avstämningsmöten ska hållas under arbetets gång.

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.

Skr. 2015/16:104

Bilaga 1

BILAGA 1 - UPPDRAGSBESKRIVNING

Statsskuldsförvaltningen 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, bl.a. vilka strategiska överväganden som legat bakom riktlinjebeslutet sett i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Utvärderingen och de framåtblickande analysuppdragen ska också vara en vägledning inför framtida beslut om statsskuldspolitiken.



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.

Ekonomistyrningsverket

Drottninggatan 89
Box 45316
104 30 Stockholm

Tfn 08-690 43 00
Fax 08-690 43 50
www.esv.se

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 21 april 2016

Närvarande: statsministern S Löfven, ordförande, och statsråden
M Wallström, Y Johansson, K Persson, S-E Bucht, P Hultqvist,
H Hellmark Knutsson, I Lövin, Å Regnér, M Andersson, A Johansson,
P Bolund, A Bah Kuhnke, A Strandhäll, A Shekarabi, G Fridolin,
A Hadzialic

Föredragande: statsrådet P Bolund

Regeringen beslutar skrivelse Utvärdering av statens upplåning och
skuldförvaltning 2011–2015

