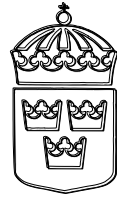


Regeringens skrivelse

2013/14:196



Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2009–2013

Skr.
2013/14:196

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 16 april 2014

Fredrik Reinfeldt

Peter Norman
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen utvärderar regeringen statens upplåning och skuldförvaltning under perioden 2009–2013. 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 i rullande femårsintervall. När den femåriga utvärderingsperioden inleddes 2009 rådde stor oro på finansmarknaderna. Världskonjunkturen bromsade in och de offentliga underskotten växte i snabb takt. För att motverka den kraftiga konjunkturedgången sänkte centralbanker världen över sina styrräntor. Riksbanken sänkte också styrräntan. Åtgärderna gav effekt och 2010 återhämtade sig den svenska konjunkturen. Året därpå fortsatte ekonomin att växa om än i en något långsammare takt. Under 2011 tilltog oron för statsfinansiella problem i flera europeiska länder. Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden förväntades bli svagare, vilket fick de långa marknadsräntorna att falla. Investerare sökte sig till länder med hög kreditvärdighet. De svenska statsfinanserna har stått starka under utvärderingsperioden, vilket har bidragit till att sänka statens lånekostnader.

I vanliga fall beslutar regeringen om riktlinjer för statsskuldens förvaltning en gång om året. De förändrade förutsättningarna som följde

Skr. 2013/14:196 av finanskrisen föranledde regeringen att under våren 2009 ändra riktlinjerna vid två tillfällen.

Under utvärderingsperioden har Riksgäldskontoret, efter begäran från Riksbanken, även lånat upp 200 miljarder kronor i utländsk valuta för förstärkning av valutareserven. För dessa lån betalar Riksbanken ränta som motsvarar Riksgäldskontorets kostnader för upplåningen. Upplåningen till Riksbanken ökade statens lånebehov med 100 miljarder kronor 2009 och 100 miljarder kronor 2013. Den okonsoliderade statsskulden har ökat med motsvarande belopp. Upplåningen till Riksbanken har inte påverkat statens finansiella sparande eller styrningen av statsskulden, eftersom de belopp som förstärkt valutareserven utgör en fordran för staten.

Den huvudsakliga slutsatsen är att statens upplåning och skuldförvaltning fungerat väl under hela utvärderingsperioden. De kvantitativa målen har i huvudsak uppnåtts. Ekonomistyrningsverket (ESV), som Finansdepartementet anlitat som stöd för utvärderingen, bedömer att Riksgäldskontoret uppfyller målsättningen om en kostnadseffektiv statsskuldshöjning även om målformuleringen inte möjliggör en kvantitativ utvärdering.

Vid 2013 års utgång uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 277 miljarder kronor, motsvarande 35 procent av BNP. I förhållande till utvärderingsperiodens början är skuldens andel av BNP oförändrad. Kraftigt fallande marknadsräntor som följt av finanskrisen i kombination med starka svenska statsfinanser har lett till att de kostnadsmässiga statsskuldshöjningarna under utvärderingsperioden varit hälften så stora som före krisen. För 2012 uppgick räntekostnaderna till 18 miljarder kronor och för 2013 till 16 miljarder kronor.

Det kan konstateras att den låga statsskulden har gynnat Sveriges under åren av finans- och skuldoro i euroområdet. Den låga statsskulden har bidragit till lägre kostnader för skulden, samtidigt som den gjort det möjligt att möta den kraftiga konjunkturedgången under finanskrisen utan att behöva genomföra besparingar i de offentliga finanserna.

1	Mål och process för statsskuldspolitiken	4
2	Utgångspunkter för regeringens riktlinjer	
2.1	Lånebehovet	6
2.2	Statsskulden	7
2.3	Lånemarknaderna	11
2.4	Den svenska kronan	13
3	Statsskuldens kostnad och risk	14
3.1	Statsskuldens kostnad	14
3.2	Risker i statsskuldförvaltningen	18
4	Redovisning av regeringens riktlinjebeslut	23
4.1	Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	24
4.2	Statsskuldens löptid	25
4.3	Marknads- och skuldvard	27
4.4	Positionstagande	27
4.5	Upplåning på privatmarknaden	29
4.6	Lån för att tillgodose behovet av statslån	30
5	Utvärdering av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning	31
5.1	Valutaskuld	31
5.2	Real kronskuld	38
5.3	Nominell kronskuld	40
5.4	Löptid	44
5.5	Positionstagande	46
5.6	Marknads- och skuldvard	50
5.7	Lån för att tillgodose behovet av statslån	53
5.8	Upplåning på privatmarknaden	53
6	Den externa granskningsrapporten och regeringens kommentarer till den	57

Bilaga Ekonomistyrningsverkets rapport: Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2009–2013	63
--	----

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 16 april 2014	108
--	-----

1 Mål och process för statsskuldspolitiken

Målet för statsskuldspolitiken och upplånings ändamål

Statsskuldspolitiken tar sin utgångspunkt i målet att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav penningpolitiken ställer, se 5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203). Dessförinnan fanns denna reglering i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning. Målet reglerades i lag 1998, dvs. i spåren efter den statsfinansiella krisen på 1990-talet.

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

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

Bemyndigandet lämnas för ett budgetår i sänder.

Processen för statsskuldspolitiken

Ansvaret för statsskuldspolitiken ligger på politisk nivå genom att riksdagen beslutat målet och regeringen i årliga riktlinjer beslutar om den övergripande inriktningen. Riksgäldskontoret ansvarar för att upplåning och förvaltning görs i enlighet med målet och inom ramen för de riktlinjer som regeringen beslutat. Återrapporteringen till riksdagen görs i en skrivelse vartannat år. Styrnings- och utvärderingsprocessen kan sammanfattas enligt nedan;

- Senast den 1 oktober lämnar Riksgäldskontoret förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning till regeringen.
- Riktlinjeförslaget remitteras till Riksbanken för yttrande.
- Senast den 15 november fattar regeringen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning för kommande år.
- Under verksamhetsåret ansvarar Riksgäldskontoret för upplåning och förvaltning enligt de riktlinjer som regeringen beslutat.
- Den 22 februari tar utvärderingsprocessen formellt sin början då Riksgäldskontoret lämnar underlag för utvärdering till regeringen.
- Senast den 25 april vartannat år lämnar regeringen en utvärdering till riksdagen i form av en skrivelse. Från och med 2008 kompletteras utvärderingsskrivelsen med en extern granskning. Den externa granskningen innehåller, förutom en bedömning av måluppfyllelsen, i vissa fall även förslag om förändringar i styrningen.

Budgetmässig hantering av räntor på statsskulden

Räntebetalningarna på statsskulden finansieras via statsbudgetens utgiftsområde 26 Statsskuld räntor 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 underliggande skuld-, ränte- och valutakursfaktorer för varje enskilt år. Den kostnadsmässiga redovisningen av statsskulden, vilken påverkar statens finansiella sparande, justeras för dessa upplåningstekniska faktorer.

Utgiftsområde 26 Statsskuld räntor m.m. ligger utanför utgiftstaket. Detta innebär att i situationer då statsskuld räntorna blir högre än budgeterat krävs inte finansiering från något annat utgiftsområde. På motsvarande sätt frigörs heller inget utrymme i situationer då statsskuld räntorna blir lägre än budgeterat.-Riksgäldskontoret ges efter ett särskilt årligt bemyndigande rätt att överskrida anslag 92:1 *Räntor på statsskulden* och anslag 92:3 *Riksgäldskontorets provisionskostnader i samband med upplåning och skuldförvaltning*. Bemyndigandena är nödvändiga för att ge upplåningsverksamheten den flexibilitet som krävs för att staten i alla lägen (och i rätt tid) ska kunna fullgöra sina åtaganden.

Principer för utvärderingen

Principerna för hur statens upplåning och skuldförvaltning ska utvärderas anges i riktlinjebesluten. De har legat fast under en följd av år och på så sätt utvärderats och godkänts av riksdagen. Utgångspunkten är att utvärderingen ska göras mot det långsiktiga målet för statsskuld förvaltningen samt i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Statsskuld förvaltningen måste ta hänsyn till risker av många slag som dessutom kan variera över tiden. Av detta följer att det inte är möjligt att exakt utvärdera om målet att låna till lägsta möjliga kostnad utan att ta för stora risker uppnåtts. Redovisningen till riksdagen avser därför främst strategiska överväganden som låg till grund för beslut utifrån den kunskap som fanns vid beslutstillfället. När kvantitativa mått och jämförelser är tillgängliga redovisas dessa.

Översyn av statsskuldspolitiken

I februari 2013 beslutade regeringen att ge en särskild utredare i uppdrag att utreda frågor om statsskuldspolitiken samt om statspappersmarknadens funktion och betydelse för den finansiella stabiliteten (dir. 2013:17). Bakgrunden till översynen är att de svenska statsfinanserna stärkts betydligt sedan det nuvarande regelverket för statsskuldspolitiken infördes i lag 1998, samt att den finansiella sektorn som andel av BNP vuxit kraftigt under denna period. Under senare år har den finansiella oron tydliggjort att statspapper kan ha en roll när det gäller stabiliteten i den finansiella sektorn och därmed för samhällsekonomin i stort. I februari 2014 lämnade utredningen betänkandet *Översyn av statsskuldspolitiken* (SOU 2014:8). Utredningen föreslår att ändringarna ska träda i kraft den 1 januari 2016. Betänkandet är på remiss under våren 2014.

2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer

Sammanfattning: Statens lånebehov har under utvärderingsperioden varierat kraftigt mellan åren. Upplåning för Riksbankens räkning i utländsk valuta ökade lånebehovet med 100 miljarder kronor 2009 och med 100 miljarder kronor 2013. Upplåningen till Riksbanken har ökat den okonsoliderade statsskulden med 200 miljarder kronor. Däremot har inte styrningen av statsskulden eller statens finansiella sparande påverkats, eftersom en lika stor fordran har tillkommit.

Den okonsoliderade statsskulden uppgick till 1 129 miljarder kronor vid utvärderingsperiodens början och till 1 277 miljarder kronor vid utvärderingsperiodens slut. I förhållande till BNP motsvarade detta 35 procent både vid periodens början och slut.

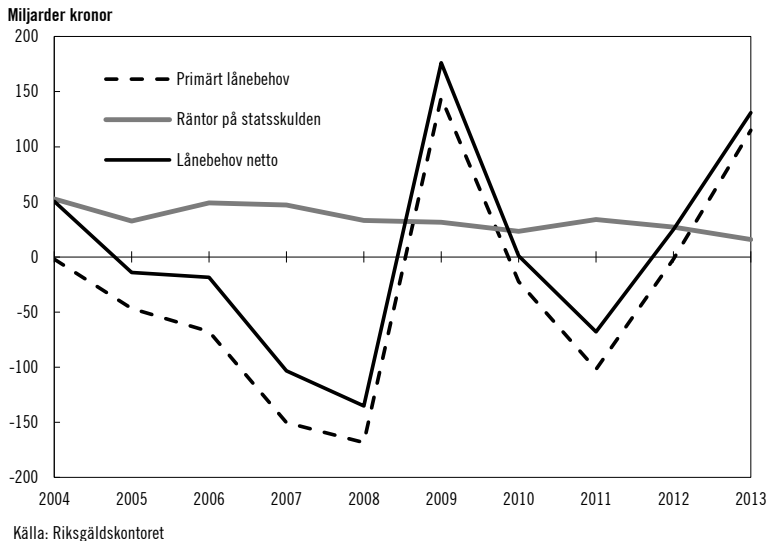
De korta statsräntorna föll kraftigt i samband med finanskrisen under utvärderingsperiodens början. Under 2011 föll de långa statsräntorna i samband med den europeiska skuldskrisen. Det senaste året har de långa statsräntorna stigit bl.a. till följd av minskad oro för den europeiska skuldskrisen.

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 Lånebehovet

Statens budget är sällan helt i balans. Vissa år uppstår det underskott (lånebehov) och andra år överskott (negativt lånebehov). Budgetunderskotten finansieras med ny upplåning, medan budgetöverskotten används för att amortera befintlig skuld. Lånebehovet påverkas i hög grad av den ekonomiska utvecklingen och av politiska beslut. Vissa år påverkas lånebehovet även av engångsvisa händelser. Exempel under den nu aktuella perioden är försäljning av aktier i statligt ägda bolag och upplåning för att förstärka Riksbankens valutareserv.

I början av utvärderingsperioden rådde stor oro på finansmarknaderna. År 2009 lånade Riksgäldskontoret upp motsvarande 100 miljarder kronor i utländsk valuta för Riksbankens räkning. Syftet var att stärka valutareserven. En kraftig inbromsning av konjunkturen bidrog utöver upplåningen till Riksbanken till att lånebehovet blev 176 miljarder kronor 2009. Under 2010 återhämtade sig den svenska ekonomin starkt och statens budget visade balans för året som helhet. Ekonomin fortsatte att växa 2011 och budgetöverskottet blev detta år 68 miljarder kronor. År 2012 och 2013 var lånebehovet 25 respektive 131 miljarder kronor. Av lånebehovet 2013 förklarar 100 miljarder kronor av utlåningen till Riksbanken. Inkomster för försäljning av statens aktier i Nordea gjorde att lånebehovet minskade med 41 miljarder kronor detta år.



I diagram 2.1 redovisas lånebehovet (statens budgetsaldo med omvänt tecken) fördelat på primärt lånebehov och räntor på statsskulden de senaste tio åren. Som framgår visade statens budget överskott åren före finanskrisen. Efter finanskrisen har variationerna i lånebehovet varit betydande, främst till följd av vidareutlåningen till Riksbanken.

2.2 Statsskulden

Statsskulden är ett resultat av att statens budget historiskt visat större underskott än överskott. Förenklat ökar statsskulden när statens budget visar underskott och minskar när budgeten visar överskott. Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och i landet har en stor betydelse för statsskuldens utveckling, liksom den förda ekonomiska politiken. Engångsvisa händelser som försäljningsinkomster och utlåning till Riksbanken påverkar såväl lånebehovet som den okonsoliderade statsskulden.

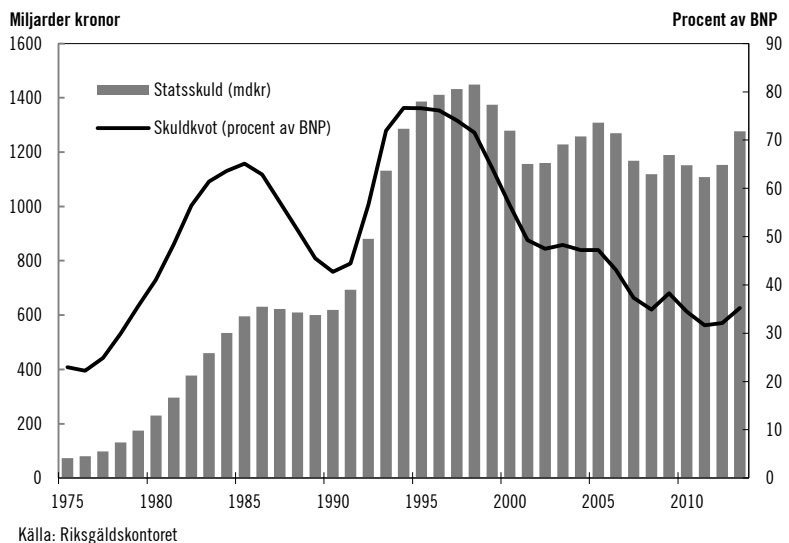
Statsskuldens utveckling i ett längre perspektiv

Vid en längre tillbakablick kan konstateras att statsskulden som andel av BNP har ökat kraftigt under två perioder. Mellan 1976 och 1985 ökade statsskulden som andel av BNP från 22 till 65 procent och mellan 1990 till 1995 från 43 till 77 procent av BNP. Den stigande statsskulden under den första perioden uppkom till följd av internationell konjunkturnedgång och kraftigt höjda oljepriser. Den svenska industrin brottades också med stora kostnadsökningar och försämrade konkurrenskraft. Stål- och varvindustrin var särskilt drabbad. Efter flera devalveringar under 1970-talets senare hälft och i början av 1980-talet förbättrades exportindustrins konkurrenskraft och konjunkturen vände uppåt igen. Därefter följde flera år av hög ekonomisk tillväxt och statsskulden som andel av BNP började minska igen.

I början av 1990-talet drabbades Sverige av en omfattande fastighets- och finanskris. En djup lågkonjunktur inleddes, konsumtionen föll och arbetslösheten steg. Detta fick statsskulden att börja stiga igen. Statsskulden nådde sin högsta nivå i absoluta tal 1998, då den uppgick till 1 450 miljarder kronor. Som andel av BNP nådde statsskulden sin högsta nivå några år tidigare. Skuldkvoten under 1994 och 1995 uppgick till närmare 80 procent.

Under senare delen av 1990-talet började ekonomin återhämta sig. Den fasta växelkurspolitiken övergavs 1992 och det kraftiga kronfallet som följde gynnade den svenska exportindustrin. Under 1994–1997 genomfördes en kraftig budgetsanering med sparåtgärder på sammanlagt 120–130 miljarder kronor. Samtidigt skärptes det budgetpolitiska ramverket bl.a. genom att det infördes ett utgiftstak för staten och ett överskottsmål för den offentliga sektorns finansiella sparande. En kraftig börsuppgång i slutet av 1990-talet bidrog till ökade skatteintäkter samtidigt som intäktssidan i statens budget även stärktes av inkomster från försäljningar av bl.a. aktier i Telia AB samt av överföringar från AP-fonderna i samband med att det nya pensionssystemet sjuösettes. Sammantaget ledde detta till att budgetunderskotten successivt minskade och att underskott vändes till överskott i statens budget runt millennieskiftet. Som andel av BNP har statsskulden gradvis minskat sedan mitten av 1990-talet, bortsett från 2009 och 2013. Dessa år steg skuldkvoten främst till följd av vidareutlåningen till Riksbanken.

Diagram 2.2 Okonsoliderad statsskuld sedan 1975¹



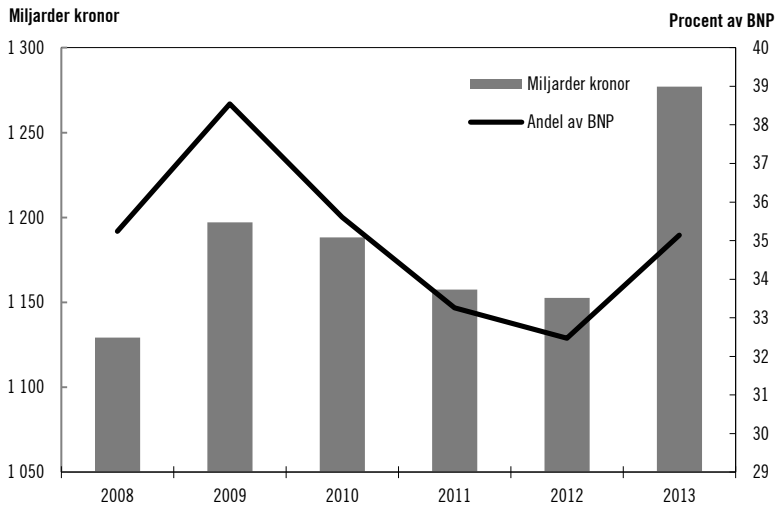
¹ År 2012 införde Riksgäldskontoret ett nytt sätt att mäta statsskulden. Mätt på det nya sättet blir statsskulden generellt något högre (exempelvis 50 mdkr högre för 2011). I diagrammet redovisas det gamla måttet för åren före 2012 och det nya måttet från 2012.

Statsskuldens utveckling under utvärderingsperioden

Den okonsoliderade statsskulden uppgick till 1 129 miljarder kronor vid utvärderingsperiodens början och till 1 277 miljarder kronor vid utvärderingsperiodens slut. I förhållande till BNP var skuldkvoten dock oförändrad på 35 procent. Vid 2013 års slut uppgick den totala vidareutlåningen för Riksbankens räkning till 193 miljarder kronor, vilket ungefär motsvarar fem procent av BNP.

Det kan konstateras att den låga statsskulden har gynnat Sveriges under åren av finans- och skuldoro i euroområdet. Den låga statsskulden har bidragit till lägre kostnader för skulden, samtidigt som den gjort det möjligt att möta den kraftiga konjunktunedgången under finanskrisen utan att behöva genomföra besparingar i de offentliga finanserna.

Diagram 2.3 Okonsoliderad statsskuld²



Källa: Riksgäldskontoret

Maastrichtskulden

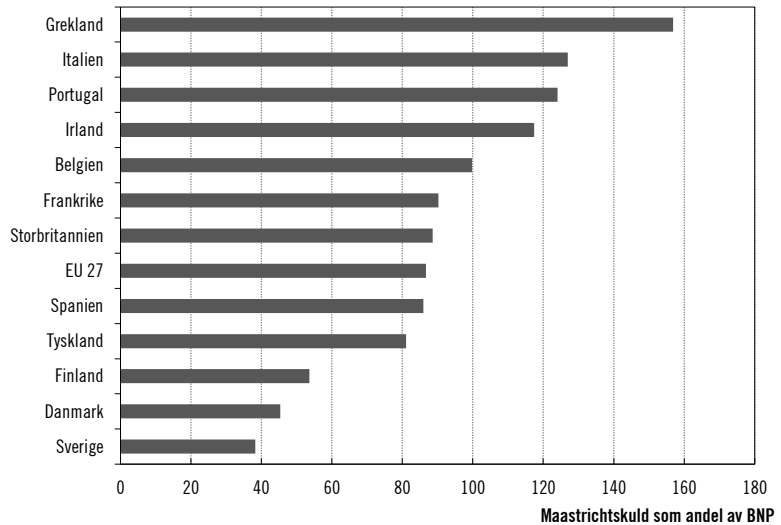
Maastrichtskulden avser den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld och definieras av EU-regler. Skuldmåttet används för att jämföra EU-länders offentliga skuldsättning. För svenska förhållanden innebär definitionen att statsskulden och den kommunala sektorns skulder på kapitalmarknaden räknas samman, med avdrag för AP-fondernas innehav av statsobligationer.

För Sverige uppgick den konsoliderade offentliga bruttoskulden som andel av BNP till 38 procent vid slutet av 2012. Motsvarande skuldkvot för Tyskland och Frankrike var vid samma tillfälle 81 respektive 90 procent. Greklands skuldkvot uppgick vid 2012 års slut till 157

² År 2012 införde Riksgäldskontoret ett nytt sätt att mäta statsskulden. Mätt på det nya sättet blir statsskulden generellt något högre (exempelvis 50 mdkr högre för 2011). För att få jämförbarhet under hela utvärderingsperioden redovisas statsskulden i detta diagram omräknad med det nya måttet för samtliga år.

procent. För EU 27 uppgick skuldkvoten till 87 procent, dvs. mer än dubbelt så högt som för Sverige. Det kan konstateras att de svenska statsfinanserna därmed är starka ur ett såväl historiskt som internationellt perspektiv.

Diagram 2.4 Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld 2012



Källa: European Economic Forecast Winter 2014 (Europeiska kommissionen 2014)

Faktaruta: Olika mått på statsskulden

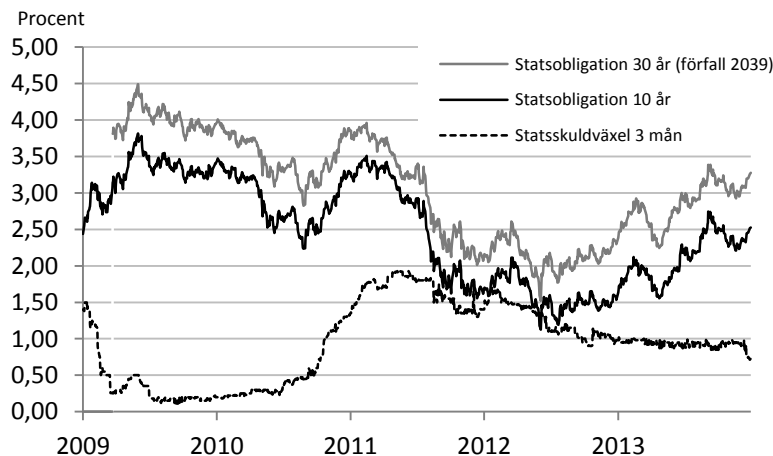
Det finns flera olika mått på statsskulden. De olika måtten används i olika sammanhang beroende på måttets syfte. Det officiella måttet kallas *okonsoliderad statsskuld* och motsvarar den skuld Riksgäldskontoret förvaltar. I detta avsnitt används nämnda mått. I budgetpropositionen använder regeringen 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 2013 års utgång uppgick detta innehav till 41 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 används måttet statsskuldens summerade kassaflöde (SSK-måttet). Detta mått mäter risken i statsskulden genom att omfatta framtida åtaganden i termer av kassaflöden. Förutom nominella slutbelopp ingår även kupongbetalningar och inflationskompensation. En annan viktig skillnad jämfört med måtten okonsoliderad och konsoliderad statsskuld är att SSK-måttet inkluderar kassaflöden från tillgångar som ligger inom Riksgäldskontorets skuldförvaltning. Vidareutlåningen till Riksbanken är ett aktuellt exempel på denna typ av tillgång. De styrande andelarna för statsskuldens sammansättning liksom riktvärdena för löptiden i de olika skuldslagen baseras på SSK-måttet.

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.

Diagram 2.5 Trettiårs, tioårs och tremånaders statsränta i Sverige



Källa: EcoWin

Under hösten 2008 och inledningen av 2009 föll de korta statspappersräntorna kraftigt till följd av att centralbanker (inklusive Riksbanken) sänkte sina styrräntor till historiskt låga nivåer (diagram 2.5). Räntesänkningarna syftade till att mildra de ekonomiska effekterna av finanskrisen. Under 2011 uppkom oro för en europeisk skuldskris och en svagare ekonomisk utveckling i omvärlden. Detta gjorde att räntan på den tio-åriga svenska statsobligationen föll från fyra till under två procent. En bidragande orsak till att den långa svenska statspappersräntan föll särskilt kraftigt under 2011 var att internationella investerare i ökad omfattning sökte sig till svenska statspapper i sin strävan att undvika kreditrisk. De svenska statsfinanserna visade god

motståndskraft mot finanskrisen och utgångsläget var starkt i en internationell jämförelse. Hösten 2012 och under 2013 minskade oron för den europeiska skuldkrisen. Förväntningarna om en något bättre ekonomisk utveckling steg samtidigt som riskaptiten ökade. Detta gjorde att de långa räntorna steg under hösten 2012 och under 2013.

De kraftigt fallande korträntorna under utvärderingsperiodens början gjorde att skillnaden mellan korta och långa statspappersräntor steg. Under 2009 var skillnaden mellan långa och korta statspappersräntor som mest 3,5 procentenheter (räntan på tioåriga statsobligationer jämfört med tremånaders statskuldväxel). I takt med att den långa statspappersräntan började falla under 2011 minskade skillnaden. Under en period kring årsskiftet 2012 var den svenska avkastningskurvan i princip helt flack. Under 2013 har skillnaden återigen stigit, eftersom de långa räntorna blivit högre (diagram 2.6).

Diagram 2.6 Skillnaden mellan tioårs och tremånaders statspappersräntor i Sverige

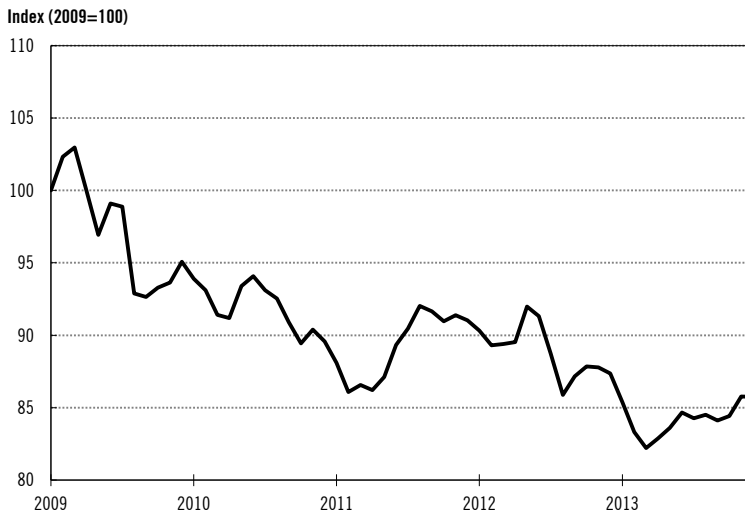


Källa: EcoWin

Valutaskuldens storlek uttryckt i kronor påverkas av den svenska kronans styrka i förhållande till de valutor valutaskulden är exponerad mot. En starkare krona minskar valutaskulden uttryckt i kronor och vice versa. I diagram 2.7 framgår hur kronan utvecklats i förhållande till de valutor som ingår i valutariktmärket (EUR 45 procent, CHF 20 procent, JPY 15 procent, USD 10 procent, GBP 5 procent och CAD 5 procent).

Vid utvärderingsperiodens början var den svenska kronan kraftigt försvagad i samband med finanskrisen. Sommaren 2009 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 skuldcrisen 2011 försvagades kronan endast marginellt. Under 2012 stärktes kronan i förhållande till valutariktmärket och under 2013 var kronan relativt stabil i förhållande till valutariktmärket. Vid utvärderingsperiodens slut var index runt 85. Detta innebär en förstärkning av kronan med 15 procent jämfört med valutariktmärket sedan utvärderingsperiodens början.

Diagram 2.7 Kronans utveckling mot valutariktmärket



Källa: Riksgäldskontoret

3 Statsskuldens kostnad och risk

Sammanfattning: De kostnadsmässiga statsskuld räntorna har under utvärderingsperioden varit cirka 20 miljarder per år. Under 2012 och 2013 uppgick räntekostnaderna till 18 respektive 16 miljarder kronor. I förhållande till före finanskrisen 2009 har de årliga räntekostnaderna halverats. I förhållande till BNP har räntekostnaderna under utvärderingsperioden minskat från 0,7 till 0,4 procent.

De genomsnittliga emissionsräntorna för den utestående statsskulden har minskat under utvärderingsperioden. Genomsnittlig tid till förfall för hela statsskulden var cirka fem år under hela utvärderingsperioden, bortsett från i början av 2009 då den var knappt sju år.

3.1 Statsskuldens kostnad

Statsskuldens kostnader påverkas i första hand av skuldens storlek och räntenivåerna då räntorna på skuldinstrumenten sätts. Även valutakursrörelser påverkar skuldkostnaden, eftersom en del av statsskulden är exponerad mot utländsk valuta. På motsvarande sätt påverkas realskuldens kostnader av hur KPI utvecklas. Nedan redovisas kostnaden för statsskulden med tre olika metoder.

Utgifts- och kostnadsmässiga statsskuld räntor

År 2012 anvisades 27,7 miljarder kronor på anslaget *Räntor på statsskulden*, varav 6 miljarder kronor på höständeringsbudgeten för 2013. Utfallet för 2012 blev 27,3 miljarder kronor. För år 2013 anvisades 22,0 miljarder kronor på anslaget, medan utfallet detta år blev 16,7 miljarder kronor.

Tabell 3.1 Utgifts- och kostnadsmässiga statsskuld räntor, mdkr

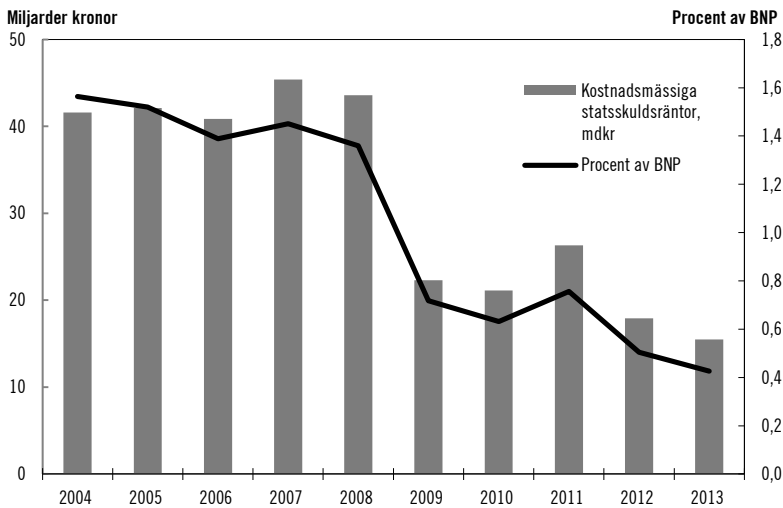
<i>Utgiftsmässiga statsskuld räntor</i>	2009	2010	2011	2012	2013
Inhemska räntor	25,0	22,8	29,3	28,9	22,7
Utländska räntor	7,7	2,1	2,2	2,3	0,8
Över-/underkurser vid emission	-10,8	-11,2	-6,0	-9,5	0,8
Summa räntor	21,9	13,7	25,5	27,7	24,3
Räntor på in/utlåning	-6,5	-6,5	-4,6	-4,0	-3,5
Valutaförluster/vinster	13,9	7,8	3,8	-2,9	-10,3
Kursförluster/vinster	1,6	8,1	9,8	12,5	6,1
Övrigt	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1
Summa ränteutgifter	31,1	23,3	34,4	27,3	16,7
<i>Kostnadsmässiga statsskuld räntor</i>					
Summa räntor (se tabell ovan)	21,9	13,7	25,5	21,7	24,3
Summa kostnadsjustering	-0,2	7,3	0,7	-3,8	-8,9
Summa räntekostnader	22,3	21,1	26,3	17,9	15,5

Källa: Riksgäldskontoret

I tabellen ovan motsvarar ”Summa ränteutgifter” belastningen på statens budget medan ”Summa räntekostnader” motsvarar belastningen på statens finansiella sparande. Räntekostnaderna beräknas genom att ränteutgifterna justeras för upplåningstekniska effekter.

Det högre utfallet 2012 jämfört med ursprungsbudgeten förklaras i huvudsak av högre kursförluster vid byten av lån samt högre valutakursförluster för skulden i utländsk valuta. De högre kursförlusterna i samband med byten av lån var en följd av oförutsedda ändringar i Riksgäldskontoret låneplan kombinerat med låga marknadsräntor. När lån med högre kupongränta byts ut mot lån med lägre kupongränta ökar statens utgifter, eftersom obligationsinnehavarna kompenseras för nuvärdet av skillnaden mellan kupongräntorna i de gamla och nya lånen. Bytena leder till en omfördelning av räntebetalningarna över tiden, men påverkar inte kostnaderna för statsskulden.

Diagram 3.1 Kostnadsmässiga statsskulsräntor



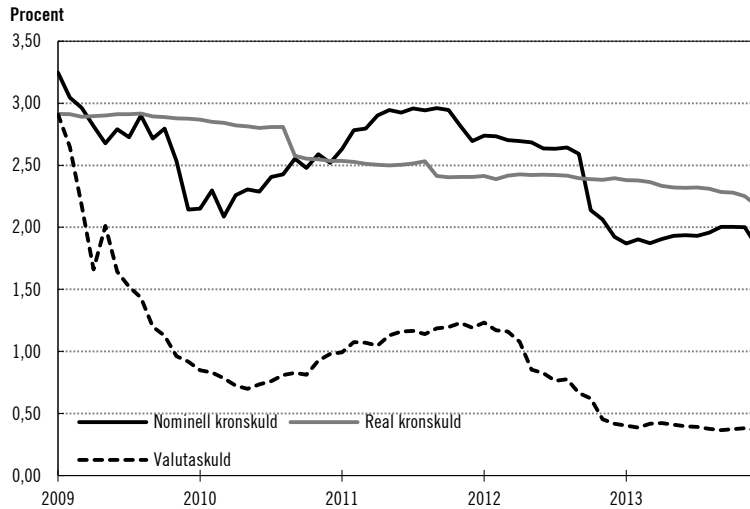
Källa: Riksgäldskontoret

De senaste åren har de kostnadsmässiga statsskulsräntorna varit omkring hälften så stora som före finanskrisen. Lägre marknadsräntor till följd av finanskrisen har fått genomslag på räntekostnaden genom att skulden gradvis refinansierats till generellt lägre räntenivåer. Starka svenska statsfinanser har också bidragit till att minska lånekostnaderna, eftersom investerare i ökad omfattning sökt sig till svenska statspapper. År 2012 uppgick räntekostnaderna till 17,9 miljarder kronor och 2013 till 15,5 miljarder kronor. Före finanskrisen uppgick de årliga räntekostnaderna för statsskulden till drygt 40 miljarder kronor, motsvarade runt 1,4 procent av BNP. Vid utvärderingsperiodens slut var motsvarande andel 0,4 procent (diagram 3.1).

Genomsnittliga emissionsräntor

Det övergripande kostnads måttet för styrning och uppföljning av statsskuldsförvaltningen är den genomsnittliga emissionsräntan.³ Med emissionsränta avses den ränta (eller yield) som staten vid emissionstillfället 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. Emissionsräntorna i de olika skuldslagen är dock inte helt jämförbara i kostnadstermer. För realskulden tillkommer inflationskompensation och för valutaskulden påverkas kostnaden av valutakursutvecklingen. Olika lång löptid i de olika skuldslagen gör också att kostnad och risk skiljer sig åt i de olika skuldslagen.

Diagram 3.2 Genomsnittliga emissionsräntor per skuldslag



Källa: Riksgäldskontoret

I diagrammet ovan visas hur den genomsnittliga emissionsräntan utvecklats för de olika skuldslagen under utvärderingsperioden. Som tidigare framgått föll de korta marknadsräntorna kraftigt i början av utvärderingsperioden (avsnitt 2.3). Den genomsnittliga emissionsräntan för valutaskulden minskade snabbast då löptiden är kortast i detta skuldslag. Vartefter har även den genomsnittliga emissionsräntan för nominell och real kronskuld fallit, eftersom marknadsräntorna legat kvar på låga nivåer. Vid slutet av 2013 var den genomsnittliga emissionsräntan för valutaskulden 0,4 procent, för den nominella kronskulden 1,9 procent och för den reala kronskulden 2,2 procent.

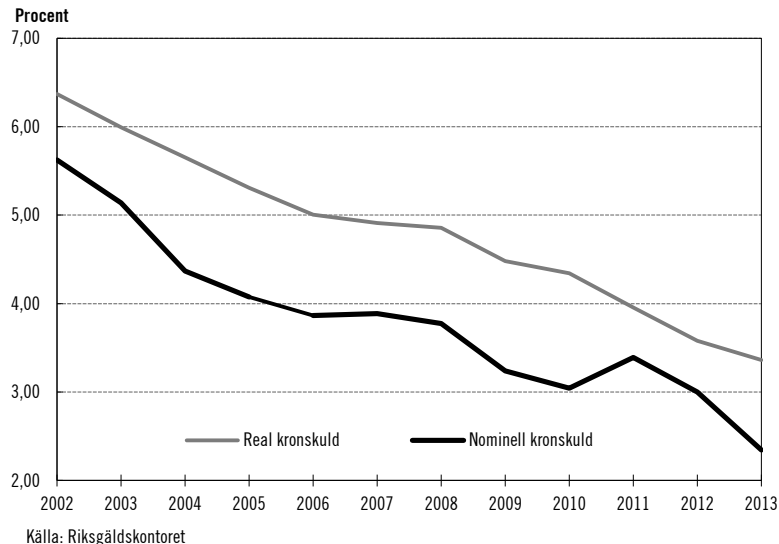
³ Ofta används i stället den engelska benämningen av emissionsräntan "yield to maturity" vilket är den ränta som används för att beräkna priset på en obligation. Kuponger och över/underkurser periodiseras därmed jämnt över löptiden. Den genomsnittliga emissionsräntan är därmed ett ändamålsenligt mått på statsskuldens kostnad, speciellt när instrumentet behålls till förfall.

Periodiserad kostnad

Riksgäldskontoret redovisade i riktlinjeförslaget inför 2013 en metod för att på ett konsekvent sätt räkna ut kostnaden för alla skuldslag och instrument. Sedan dess pågår ett arbete med att implementera den nya metoden. För närvarande kan Riksgäldskontoret beräkna kostnaden för nominella obligationer, statsskuldväxlar, realobligationer samt ränteswappar i svenska kronor. Under 2014 räknar Riksgäldskontoret med att komplettera verktyget så att även kostnaden för instrument i utländsk valuta ska kunna beräknas på samma sätt.

Att mäta den periodiserade kostnaden är behäftat med vissa svårigheter. Exempelvis ger upplåning i realobligationer och utländsk valuta upphov till framtida kassaflöden som är okända vid upplåningstillfället. För att beräkna kostnaden behövs antaganden om framtida inflation, räntor och valutakurser. Riksgäldskontorets antaganden bygger på de förväntningar som impliceras av aktuella marknadspriser. Dessa antaganden ersätts över tid med faktiska utfall, vilket gör att den beräknade kostnaden i efterhand behöver revideras. I diagram 3.3 framgår den årliga kostnaden för den nominella och reala kronskulden sedan 2002 givet dessa antaganden.

Diagram 3.3 Kostnad för nominell och real kronskuld



Kostnaden för både den nominella och den reala kronskulden var historiskt låg vid 2013 års slut. För nominell kronskuld uppskattas kostnaden till 2,3 procent och för realskulden till 3,4 procent. Den historiskt låga nivån är ett resultat av att instrument som emitterats till de senaste årens låga räntor utgör en allt större andel av den totala skulden. Huvudanledningen till att kostnaden är högre för den reala kronskulden än för den nominella kronskulden är att räntebindningstiden är längre i detta skuldslag. En större del av stocken utgörs därför av obligationer som getts ut i ett tidigare och därmed i ett avsevärt högre ränteläge.

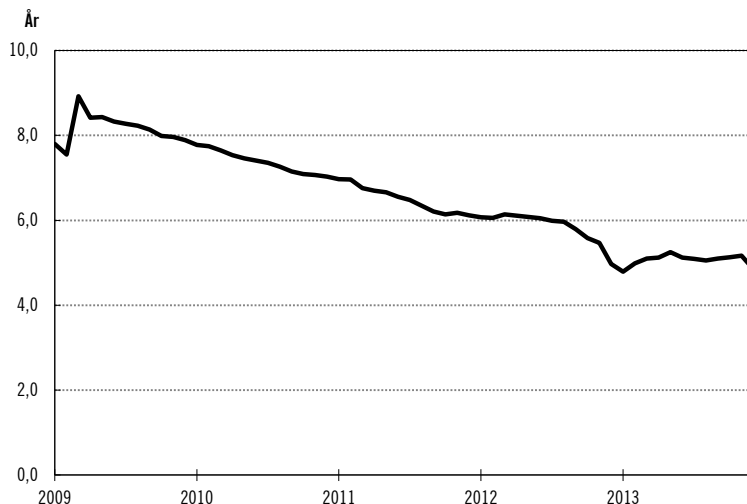
3.2 Risker i statsskuldsförvaltningen

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

Det finns inte något enskilt mått som beskriver den sammantagna risken i statsskuldsförvaltningen. I stället redovisas olika typer av risker, varav de främsta är ränteomsättningsrisk, refinansieringsrisk, finansieringsrisk och motpartsrisk. Regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård begränsar riskerna i statsskuldsförvaltningen på flera olika sätt. Riksgäldskontoret fastställer regelverk som begränsar motpartsrisken. Den bästa försäkring mot både refinansierings- och finansieringsrisk utgörs av starka och hållbara statsfinanser.

Ränteomsättningsrisk

Med ränteomsättningsrisk menas att räntan på skulden snabbt stiger om marknadsräntorna rör sig uppåt. Ju större andel av skulden som består av korta och rörliga lån desto känsligare blir skulden 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 räntebindningstiden i de olika skuldslagen (avsnitt 4.2). Inom ramen för riktlinjerna fattar Riksgäldskontoret beslut om hur löptidsriktvärdena ska uppnås för de enskilda skuldslagen. I avsnitt 5.4 framgår att Riksgäldskontoret följt regeringens löptidsriktmärke i termer av räntebindningstid för de olika skuldslagen. I diagram 3.4 redovisas den genomsnittliga räntebindningstiden för hela statsskulden. Detta övergripande mått bör dock tolkas försiktigt, eftersom den genomsnittliga räntebindningstiden kan uppnås på olika sätt. Under utvärderingsperioden har den genomsnittliga räntebindningstiden för hela statsskulden minskat från åtta till fem år. Orsaken är i första hand att utestående realobligationer kommer närmare förfall för varje år som går, samtidigt som nyupplåningen utgör den liten del av stocken.



Källa: Riksgäldskontoret

Refinansieringsrisk och finansieringsrisk

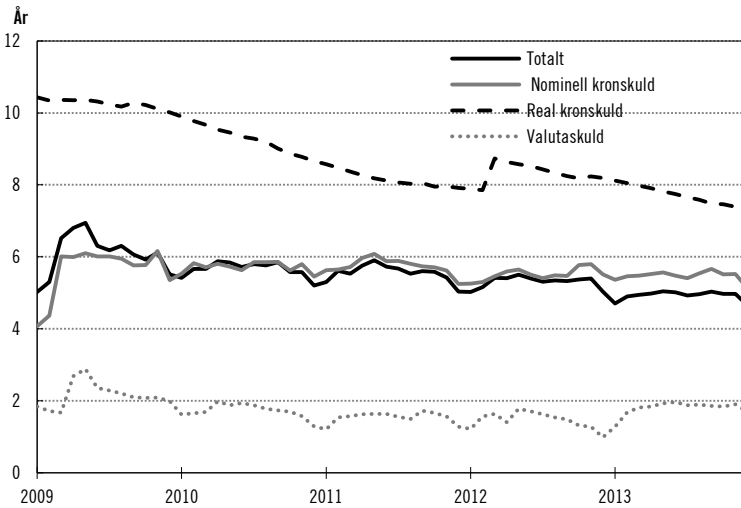
Refinansieringsrisk avser risken att staten inte lyckas låna för att täcka förfallande lån. En något vidare tolkning inkluderar även risken att staten måste betala mycket höga räntor för att investerare ska vara villiga att låna ut pengar. Refinansieringsrisken framträder i regel när statsfinanserna 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 uppärbetad 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.

Ett sätt att bedöma refinansieringsrisken är att mäta genomsnittlig återstående tid till förfall, dvs. när skulden i genomsnitt behöver finansieras om. Om lånen sprids ut över lång löptid minskar andelen som måste refinansieras varje år. Den genomsnittliga löptiden visar däremot inte hur jämn fördelningen är. Enstaka mycket långa lån kan göra att den

genomsnittliga löptiden blir betydligt längre utan att refinansieringsrisken i praktiken minskat i motsvarande grad.

Diagram 3.5 Genomsnittlig tid till förfall

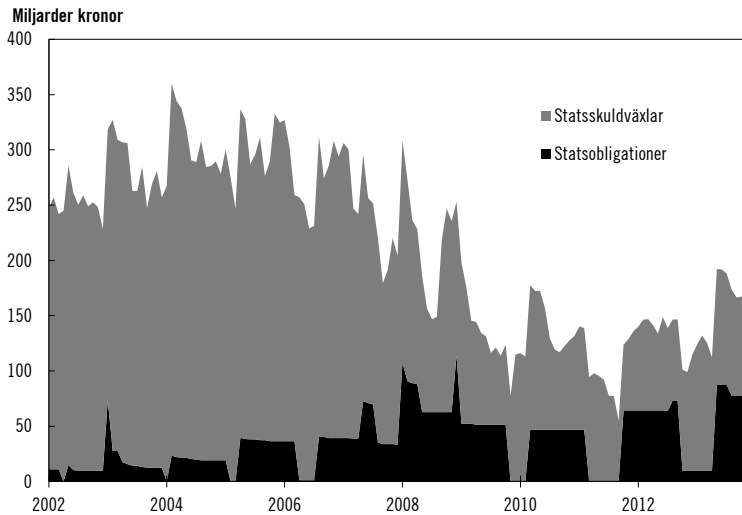


Källa: Riksgäldskontoret

Den utestående tiden till förfall för den totala statsskulden har under utvärderingsperioden varit kring fem år. I samband med att Riksgäldskontoret gav ut ett 30-årigt nominellt lån på 38 miljarder kronor våren 2009 steg genomsnittet för den återstående tiden till förfall till närmare sju år. För varje enskild obligation blir den återstående tiden till förfall ett år kortare för varje år som går. Genom att Riksgäldskontoret löpande har emitterat nya tioåriga nominella obligationer har genomsnittet för den återstående tiden till förfall upprätthållits kring fem år. I diagram 3.5 kan även noteras att den reala kronskulden har blivit kortare under utvärderingsperioden. Den återstående tiden till förfall för valutaskulden har under utvärderingsperioden varit runt två år.

Ett annat sätt att bedöma refinansieringsrisken är att titta på hur mycket av skulden som faller till betalning det närmaste året. Till skillnad från många andra statliga låntagare hade Riksgäldskontoret möjlighet att minska andelen kortfristig finansiering när lånebehovet ökade under finanskrisen 2009. En stor del av den nominella upplåningen gjordes i tioåriga obligationer som swappades till en kortare räntebindningstid. Under 2009 emitterades även ett 30-årigt nominellt obligationslån. Diagram 3.6 visar hur utbudet av korta statspapper minskat sedan 2002.

Diagram 3.6 Stock av statspapper med löptid upp till ett år



Som framgår av diagram 3.6 är den löpande variationen av statsskuldväxelvolymen relativt kraftig. Anledningen är att Riksgäldskontoret ökar upplåningen i statsskuldväxlar de månader då lånebehovet är större och att det finns ett säsongsmässigt mönster i statens lånebehov. Säsongsmönstret styrs i sin tur av regler för när betalningar ska ske. December är den månad då lånebehovet i regel är störst. Då överförs bl.a. ett helt års inbetalade premiepensionsmedel till de fonder som spararna gjort inom premiepensionsvalet. Mönstret blir särskilt tydligt eftersom januari och februari ofta är månader som visar överskott. I diagrammet kan också utläsas att statsskuldväxelvolymen utökades under hösten 2008 i samband med att Riksgäldskontoret genomförde extra emissioner för att dämpa oron i inledningen av finanskrisen (avsnitt 4.6 och 5.7).

Av diagrammet framgår att statsskuldväxelstocken minskat sedan finanskrisen. Före finanskrisen finansierades omkring 25 procent av skulden på penningmarknaden, medan andelen efter finanskrisen har varit omkring 15 procent. Riksgäldskontoret bedömer att utbudet av statsskuldväxlar inte kan minskas ytterligare med mindre än att marknaden läggs ner.

Motpartsrisk

Med motpartsrisk avses risken att motparten i en transaktion inte kan fullgöra sina betalningsförpliktelser, eller förpliktelser att leverera andra säkerheter. Riksgäldskontoret exponeras mot motpartsrisiker i likviditetshanteringen, men också inom ramen för bl.a. swappverksamheten.

I Riksgäldskontorets finans- och riskpolicy, som ses över årligen, fastställs och definieras bl.a. regelverk avseende kraven på motpartens kreditbetyg. Motpartens kreditbetyg styr limiterna för placeringar och bilaterala derivatavtal som inte hanteras via central motpartsclearing.

Riksgäldskontoret har även regler för placeringarnas maximala löptid. För att Riksgäldskontoret ska kunna genomföra derivatransaktioner med en motpart krävs ISDA-avtal med nedgraderingsklausul och ett avtal kallat Credit Support Annex (CSA). CSA-avtalet innehåller tröskelvärden som styr den maximala tillåtna exponeringen mot motparten. Om värdet på derivatexponeringen stiger över dessa tröskelvärden betalar motparten beloppet i säkerheter till Riksgäldskontoret. Säkerheterna utgör ett skydd för den händelse att motparten inte kan fullgöra sina åtaganden. Avtalen är bilaterala i meningen att Riksgäldskontoret inte bara tar emot utan också ställer säkerheter om marknadsvärdet på derivaten faller.

Sammanfattning: Regeringen har styrt statsskuldens sammansättning mot 15 procent valutaskuld och 25 procent realskuld under hela utvärderingsperioden. Återstoden har utgjorts av nominell kronskuld.

Styrningen av statsskuldens löptid har gjorts mer flexibel genom att regeringen sedan 2011 anger intervall för den reala kronskuldens löptid och sedan 2012 även ett intervall för nominell kronskuld med upp till 12 år till förfall. För nominell kronskuld med mer än 12 år till förfall tillämpades ett tak för utestående volymer på 60 respektive 65 miljarder kronor 2010 och 2011. I riktlinjebeslutet för 2012 gjordes taket om till ett riktmärke på 60 miljarder kronor. År 2013 höjdes detta riktmärke till 70 miljarder kronor.

Under 2009 utökades Riksgäldskontorets mandat att ta positioner avseende kronans växelkurs, från 15 till 50 miljarder kronor. För 2012 återfördes mandatet till 15 miljarder kronor och för 2013 sänktes mandatet till 7,5 miljarder kronor. För 2011 sänktes riskmandatet för övrigt aktivt positionstagande från 600 till 450 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk (VaR). Mandatet i kronans växelkurs omfattas inte av VaR-mandatet.

Regeringen har fattat samtliga ordinarie riktlinjebeslut för åren 2009–2013 senast den 15 november året innan riktlinjerna ska tillämpas. På motsvarande sätt har Riksgäldskontoret lämnat förslag till riktlinjer senast den 1 oktober inför nämnda riktlinjebeslut.⁴ Utöver de ordinarie riktlinjebesluten fattade regeringen vid två tillfällen, under finanskrisen våren 2009, beslut om ändringar i riktlinjerna. Ändringsbesluten avsåg upphävt löptidsriktvärde för nominell kronskuld samt utökat mandat för positioner avseende kronans växelkurs.

Nedan redovisas en sammanställning av regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under perioden 2009–2013. I de fall Riksgäldskontoret föreslagit andra riktvärden än vad som beslutats framgår detta. I Riksbankens remissyttrande 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. På liknande sätt som vid de senaste statsskuldutvärderingarna har regeringen anlitat externt stöd som komplement till regeringens egen utvärdering. Årets externa granskning har genomförts av Ekonomistyrningsverket (ESV). I avsnitt 6 framgår en sammanfattning av den externa utvärderingen samt i några fall regeringens kommentarer till ESV:s bedömningar. Den externa utvärderingen finns i *bilagan*.

⁴ Datumet, den 15 november, då regeringen senast ska besluta om riktlinjer är fastställt i 5 kap. 6 § budgetlagen (2011:203). Datumet, den 1 oktober, då Riksgäldskontoret senast ska lämna förslag till riktlinjer är fastställt i förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret (2007:1447).

4.1 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Regeringen har under hela utvärderingsperioden styrt statsskuldens sammansättning mot 15 procent valutaskuld och 25 procent real kronskuld. Återstoden har utgjorts av nominell kronskuld. För valutaskulden tillämpas ett styrintervall på ± 2 procentenheter runt målandelen. Styrintervall finns främst till för att undvika kostnader som annars skulle uppstå vid justeringar för tillfälliga valutakursförändringar. I riktlinjerna för 2009 ändrades målformuleringen så att styrningen av den reala kronskulden ska ske ur ett långsiktigt perspektiv.

Tabell 4.1 Målandelar för statsskuldens sammansättning, procent

	2009	2010	2011	2012	2013
Måandel valutaskuld	15	15	15	15	15
Måandel real skuld	25	25	25	25	25
Residual nominell skuld	60	60	60	60	60

Källa: Finansdepartementet

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. En större valutaandel ökar kronkursens betydelse för statsskuldens kostnad, eftersom den absoluta merparten av statens inkomster är i kronor. Valutaupplåningen möjliggör samtidigt tillgång till de internationella kapitalmarknaderna, vilket minskar finansieringsrisken (avsnitt 4 i *bilagan*). Måandelarna bygger i första hand på Riksgäldskontorets analys i riktlinjeförslaget för 2005. Sedan 2007 har måandelarna varit oförändrade. Under utvärderingsperioden har Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer avseende statsskuldens sammansättning överensstämt med regeringens beslut.

Analysuppdrag avseende statsskuldens andelar och löptider vid en betydligt högre respektive lägre statsskuld

I april 2010 gav regeringen Riksgäldskontoret i uppdrag att med utgångspunkt från en betydligt högre respektive lägre statsskuld analysera hur stora andelarna bör vara samt analysera hur löptiden bör hanteras i dessa fall. Frågeställningen analyserades i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2012 och 2013. I riktlinjeförslaget för 2014 föreslog Riksgäldskontoret att den fasta andelen för valutaskulden på 15 procent ska bytas ut mot ett tak med samma andel. Regeringen valde att avvakta förslaget mot bakgrund av att betänkandet från utredningen om översyn av statsskuldspolitiken (SOU 2014:8) borde inväntas, liksom ställningstagande till förslag från utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (SOU 2013:9). Ytterligare ett skäl att avvakta med att ta ställning till förslaget var att Riksgäldskontoret bedömde att det ur ett kostnadsperspektiv inte skulle vara ogynnsamt att behålla den nuvarande målandelen.

I syfte att inhämta ytterligare analysunderlag i frågan ombads ESV att analysera den föreslagna styrmodellen för valutaskulden som en del i den

4.2 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 och i huvudsak i termer av räntebindingstid. Nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall styrdes under 2010 och 2011 av ett volymbaserat tak och under 2012 och 2013 av ett volymbaserat riktvärde uttryckt i miljarder kronor.

Tabell 4.2 Statsskuldens löptid, räntebindingstid uttryckt i år

	2009	2010	2011	2012	2013
Valutaskuld	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Realkronskuld	10,1	9,4	8–10	7–10	7–10
Nominell skuld	3,5 ⁵				
upp till 12 år till förfall		3,2	3,1	2,7–3,2	2,7–3,2
mer än 12 år till förfall		60 mdkr	65 mdkr	60 mdkr	70 mdkr

Källa: Finansdepartementet och Riksgäldskontoret

Löptiden i valutaskulden

Löptiden för valutaskulden har styrts mot en räntebindingstid på 0,125 år under hela utvärderingsperioden. Den korta räntebindingstiden bedöms som ändamålsenlig i termer av kostnad och risk, eftersom valutaskulden sprids på flera valutor och andel av den totala statsskulden är begränsad till 15 procent. Tillgången till en bred och djup derivatmarknad gör det också praktiskt möjligt att uppnå en kort räntebindingstid i detta skuldslag.

Löptiden i den reala kronskulden

Löptiden för den reala kronskulden styrdes under 2009 och 2010 av fasta riktvärden för räntebindingstiden på 10,1 år respektive 9,4 år. Från 2011 tillämpas en mer flexibel löptidsstyrning genom att regeringen anger ett intervall i stället för ett fast löptidsriktvärde. 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

⁵ Löptidsriktmärket för den nominella kronskulden upphävdes den 12 mars 2009. Ett nytt löptidsriktvärde fastställdes i riktlinjerna för 2010. Det nya löptidsriktvärdet för den nominella kronskulden innebär att instrument med löptid upp till 12 år ska ha en räntebindingstid på 3,2 år och att instrument med löptid längre än 12 år ska begränsas av en maxvolym på 60 miljarder kronor.

Skr. 2013/14:196 marknadsläget i samband med emissioner. Under 2012 och 2013 var styrintervallet för löptiden i den reala kronskulden 7–10 år.

Löptiden i den nominella kronskulden

Löptiden för den nominella kronskulden styrdes från 2009 års början till den 12 mars 2009 med ett riktvärde för räntebindingstiden på 3,5 år. Efter förslag från Riksgäldskontoret beslutade regeringen vid detta tillfälle att temporärt upphäva löptidsriktvärdet för den nominella kronskulden. Skälet var att ge Riksgäldskontoret möjlighet att emittera ett 30-årigt nominellt obligationslån, eftersom räntan på svenska statsobligationer fallit kraftigt i samband med finanskrisen. Ytterligare ett motiv var att minska refinansieringsrisken och sprida upplåningen på fler löptider i en situation när utsikterna för statsfinanserna försämrades och osäkerheten tilltog. I riktlinjerna för år 2010 delades löptidsstyrningen av den nominella kronskulden upp på instrument med kortare respektive längre tid till förfall än tolv år. För instrument med upp till tolv år till förfall beslutades att räntebindingstiden skulle vara 3,2 år, medan instrument med mer än tolv år till förfall skulle begränsas med ett tak på 60 miljarder kronor. För 2011 sänktes löptidsriktvärdet för instrument med upp till tolv år till förfall till 3,1 år, medan taket för instrument med mer än tolv år till förfall höjdes till 65 miljarder kronor.

Riktlinjebeslutet för 2012 innebar en ökad fokusering på robustheten i statsskuldsvältningen. 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 år 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. 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 år 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 Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för år 2013 föreslogs att riktvärdet på 60 miljarder kronor för instrument i nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall skulle vara oförändrat.

Genomsnittlig återstående tid till förfall för hela statsskulden uppgick våren 2009 till knappt sju år, därefter har den varit omkring fem år (se avsnitt 3.2). Flexibiliteten i löptidsstyrningen har ökat genom att

intervall har införts för den reala kronaskulden samt för nominell Skr. 2013/14:196 kronaskuld med kortare tid till förfall än tolv år.

4.3 Marknads- och skuldvard

I de årliga riktlinjerna finns ett särskilt mål för marknads- och skuldvard. Följande målformulering har gällt under hela utvärderingsperioden:

- Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.
- Riksgäldskontoret ska besluta om principer för marknads- och skuldvard.

Under utvärderingsperioden har det inte förekommit några förslag till ändringar i målformuleringen. Målet har funnits i riktlinjebesluten sedan 2006 och dessförinnan i regleringsbrevet till Riksgäldskontoret.

4.4 Positionstagande

Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och i kronans valutakurs i syfte att sänka kostnaden för statsskulden. 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

	2009	2010	2011	2012	2013
Daglig VaR vid 95 % sannolikhet	600	600	450	450	450
Den svenska kronans valutakurs, mdkr	15/50	50	50	15	7,5

Källa: Finansdepartementet

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. För åren 2009 och 2010 var det fastställda mandatet 600 miljoner kronor. År 2011 sänktes mandatet till 450 miljoner kronor, vilket även gällde för 2012 och 2013. Sänkningen 2011 gjordes mot bakgrund av mandatet för positioner i kronans valutakurs behölls oförändrad detta år (50 miljarder

kronor), men högre än före finanskrisen (15 miljarder kronor). Ändringen syftade till att balansera den samlade risknivån som Riksgäldskontoret tilldelats inom ramen för positionsriktlinjerna.

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 statsskuld-förvaltningen.

I den första delen av uppdraget, dvs. hur mandatet för positionstagande kan begränsas så att möjligheten att ta positioner utan direkt koppling till valutaskulden stängs, föreslog Riksgäldskontoret ett tillägg i riktlinjerna. Regeringen beslutade i enlighet med Riksgäldskontorets förslag. Tillägget i riktlinjerna innebär att regeringen, i stället för Riksgäldskontorets styrelse, fastställer principerna för den aktiva förvaltningen. Sedan 2013 framgår det av riktlinjerna att positioner bara får tas på marknader som potentiellt är lånevaluta inom ramen för statsskuld-förvaltningen 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.

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.

Den 28 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 derivat- och 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. Som tidigare nämnts angavs i skrivelsen Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2007–2011 (skr. 2011/12:104) att regeringen inför kommande riktlinjebeslut hade för avsikt att på nytt överväga positionsmandatets storlek och utformning. Analysen visade att positionsverksamheten bidragit till stora kostnadsbesparingar för statsskuld-förvaltningen.

Samtidigt konstaterades att 94 procent, av den totala vinsten på 18,4 miljarder kronor sedan 2000, kommer från fem strategiska positioner. Analysen pekade ut två huvudargument för aktiv förvaltning genom positionstagande; möjligheten att hålla nere skuldkostnaderna genom att parera större växelkursrörelser samt positionsverksamhetens bidrag till ökat marknadsfokus och bredare kompetens i finansiella frågor hos Riksgäldskontorets medarbetare. Även det sistnämnda argumentet går att koppla till målet om kostnadsminimering.

Mot de nämnda argumenten ställs positionsverksamhetens risker. I riktlinjerna för 2013 beslutade regeringen att sänka mandatet för strategiska positioner i kronans valutakurs från 15 till 7,5 miljarder kronor. Halveringen av mandatet begränsar risken för förluster inom positionsverksamheten.

Riksgäldskontorets förslag till mandat för positionsverksamheten skiljde sig åt från regeringens beslut åren 2011–2013. För 2011 föreslog Riksgäldskontoret att VaR-mandatet skulle vara 600 miljoner kronor, medan regeringen beslutade 450 miljoner kronor. Vidare föreslog Riksgäldskontoret att mandatet i den svenska kronans valutakurs för 2012 och 2013 skulle vara 50 respektive 15 miljarder kronor, medan regeringen beslutade att mandatet skulle vara 15 respektive 7,5 miljarder kronor.

4.5 Upplåning på privatmarknaden

I de årliga riktlinjerna finns ett särskilt mål för upplåning på privatmarknaden. I riktlinjerna för 2012 preciserades målet. Följande målformulering har gällt sedan 2012:

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

Bakgrunden till ändringen var att regeringen under våren 2010 gav Riksgäldskontoret i uppdrag att arbeta vidare med förbättringar av jämförelsen mellan upplåning på privatmarknad och statspappersmarknad. I riktlinjeförslaget för 2012 föreslog Riksgäldskontoret den målformulering som beslutades i riktlinjerna. I riktlinjeförslaget utvecklades även 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 upplåningssätten. Resultatet ska, liksom tidigare, även belastas av de kostnader som tillkommer för att distribuera och hantera privatmarknadsinstrumenten.

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

4.6 Lån för att tillgodose behovet av statslån

Sedan hösten 2008 har Riksgäldskontoret rätt att låna för att tillgodose behovet av statslån med olika löptid. Bakgrunden till denna regel var att efterfrågan på statspapper steg mycket kraftigt efter Lehman Brothers konkurs i september 2008. För att möta den kraftigt ökade efterfrågan på statspapper, och därigenom minska den finansiella oron, beslutade Riksgäldskontoret att genomföra extra, stora och täta 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 ett tillägg i nuvarande 5 kap. 1 § 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 har resulterat i följande riktlinjer för 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 mer regeringens beslut.

5 Utvärdering av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning

Skr. 2013/14:196

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

Riksgäldskontorets styrelse har i uppgift att fatta strategiska beslut avseende förvaltning och upplåning inom ramen för regeringens årliga riktlinjer. De operativa besluten fattas inom myndigheten.

5.1 Valutaskuld

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets beslut avseende upplåning och förvaltning i utländsk valuta har varit förenligt med regeringens riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet. Andelen valutaskuld har, bortsett från första kvartalet 2011, hållits inom styrintervall ± 2 procentenheter i förhållande till målandelen på 15 procent. Andelen valutaskuld var som högst 16,9 procent och som lägst till 12,4 procent under utvärderingsperioden.

Valutaandelen har i huvudsak finansierats med hjälp av obligationsupplåning i kronor som swappats till exponering i utländsk valuta. Liksom tidigare har detta varit det billigaste sättet för finansiering av utländsk valuta.

Obligationsupplåningen i utländsk valuta har främst avsett vidareutlåning till Riksbanken. Riksgäldskontorets finansiering av vidareutlåningen till Riksbanken fick internationell uppmärksamhet under 2013. Detta styrker regeringens bedömning om att även obligationsupplåningen i utländsk valuta varit kostnadseffektiv.

Bakgrund

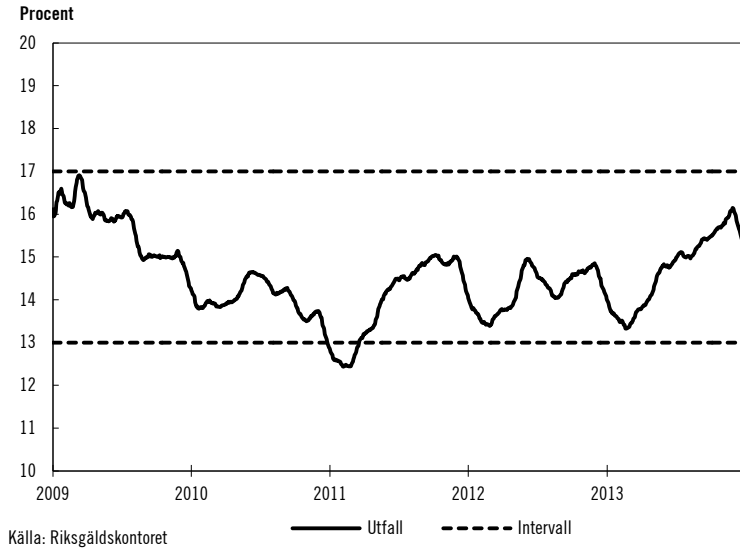
Andelen valutaskuld

I riktlinjerna anges att valutaskulden ska styras mot 15 procent av statsskulden. Runt riktvärdet tillämpas ett styrintervall på ± 2 procentenheter. Om valutaandelen hamnar utanför styrintervall, ska andelen gradvis återföras mot riktvärdet. Om avvikelsen beror på valutakursrörelser, ska andelen valutaskuld återföras innanför intervallet.

Andelen valutaskuld har hållits inom intervallet under hela utvärderingsperioden, bortsett från första kvartalet 2011 då andelen som lägst var 12,4 procent. Den låga andelen i början av 2011 berodde på den kraftiga kronförstärkningen under hösten 2010. Ytterligare en faktor som bidrog till den tillfälligt låga valutaandelen var att lånebehovet runt årsskiftet 2010/2011 var särskilt stort. Lånebehovet finansierades då till stor del inom likviditetsförvaltningen i svenska kronor, vilket fick till följd att valutaandelen tillfälligt minskade. Under 2012 och 2013 uppgick andelen valutaskuld i genomsnitt till 14,3 respektive 14,7 procent. I

diagram 5.1 framgår andelen valutaskuld i förhållande till styrintervall under utvärderingsperioden.

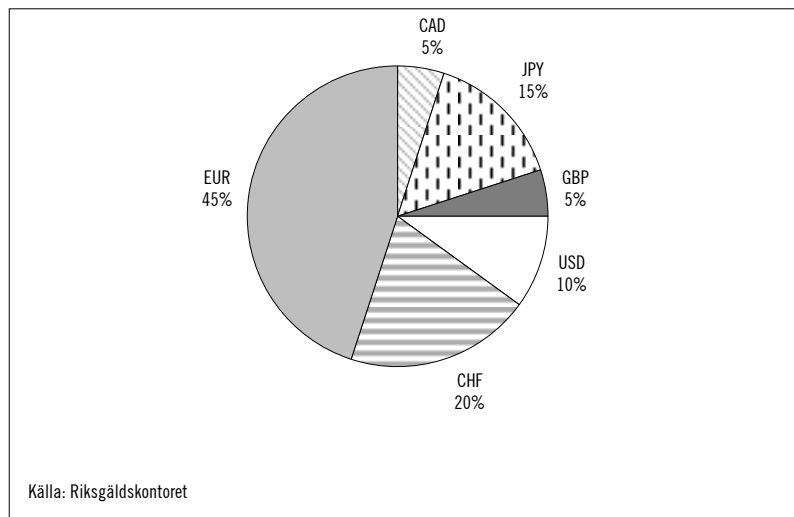
Diagram 5.1 Valutaskuldens andel och styrintervall



Valutaskuldens sammansättning

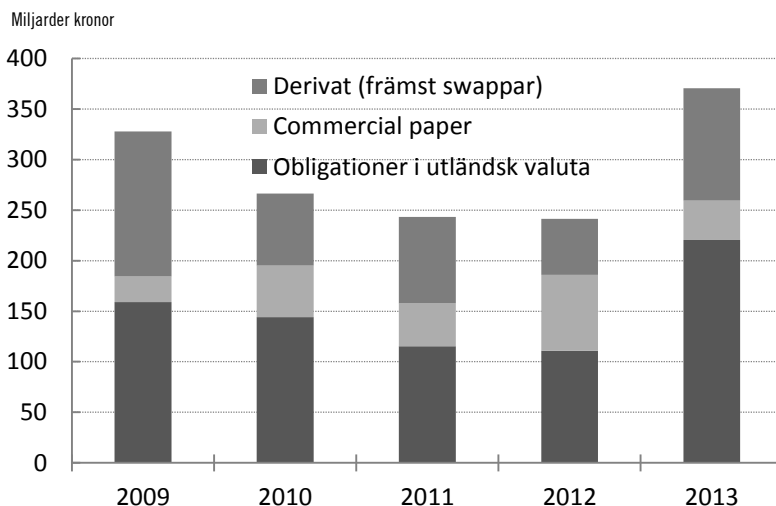
Valutaskuldens sammansättning utgår från det valutariktmärke som Riksgäldskontorets styrelse fastställer. Valutariktmärket bestämmer exponeringen mot olika valutor inklusive derivat. Fördelningen som gällt sedan 2009 framgår av diagram 5.2.

5.2 Valutaskuldens sammansättning, valutariktmärke



Styrningen av valutaskuldens andel och riktmarksportföljens sammansättning avser exponeringen. Finansieringen av valutaskulden skiljer sig från exponeringen, eftersom Riksgäldskontoret har möjlighet att låna billigare i kronor, euro och dollar.

Diagram 5.3 Finansiering av valutaskulden (inklusive lån till Riksbanken)



Källa: Riksgäldskontoret

Normalt innebär ett litet nettolånebehov att lån i utländsk valuta främst refinansieras genom kronupplåning som swappas till utländsk valuta (basswapp). Vid tillfällen när lånebehovet är större lånar Riksgäldskontoret utländsk valuta via obligationer och commercial paper (lång respektive kort upplåning i utländsk valuta). För att säkerställa marknadsnärvaro på de internationella kapitalmarknaderna emitteras även mindre belopp i utländsk valuta när nettolånebehovet är litet. I diagram 5.3 framgår hur valutaskulden var finansierad vid respektive års slut under utvärderingsperioden. Åren 2009–2012 avser cirka 100 miljarder kronor av valutaskuldens finansiering vidareutlåningen till Riksbanken. För 2013 motsvarar denna siffra cirka 200 miljarder kronor.

Valutaexponering via swappar

Med hjälp av swappar från kronor till utländsk valuta kan Riksgäldskontoret byta exponering från kronor till utländsk valuta. Swapparna används för att uppnå riktvärdet för valutaskuldens andel på 15 procent. Riksgäldskontoret anpassar swapparnas löptid efter löptiden i de statsobligationer som emitteras under året. Swapptransaktionerna sprids jämnt över året.

Relativ upplåningskostnad för valutaexponering via swappade obligationer redovisas i baspunkter jämfört med Liborräntor i de olika valutorna (tabell 5.1). Skillnaden relativt Libor förklaras dels av swappspreaden i kronor, dels av spreadar i basswapparna.

Tabell 5.1 Relativ upplåningskostnad för valutaexponering via swappar

<i>Baspunkter</i>	2009	2010	2011	2012	2013
Kronor/euro	-46	-73	-97	-100	-66
Kronor/yen					-123
Kronor/schweizerfranc					-93
Varav ränteswappar	-24	-29	-65	-67	-46

Som framgår av tabellen har den valutaexponering som skapats via kron/euro swappar varit upp emot 100 baspunkter lägre än Libor. Under 2013 var den 66 punkter under Libor.

Faktaruta: Valutaexponering via swappar

Det första steget i en valutaswapp är att Riksgäldskontoret lånar på den svenska obligationsmarknaden. Därefter görs en swapp i vilken Riksgäldskontoret mottar en fast swappränta, som är högre än obligationsräntan, och betalar en rörlig ränta i utländsk valuta. Exponeringen i den långa obligationsräntan elimineras därmed. Inom ramen för swappen växlar Riksgäldskontoret kronbeloppet från obligationsupplåningen till utländsk valuta med sin motpart. Slutresultatet blir att Riksgäldskontoret ger ut ett obligationslån i kronor men får beloppet och betalar rörlig ränta i utländsk valuta.

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

Upplåning i obligationer, utländsk valuta

Under utvärderingsperioden lånades motsvarande 364 miljarder kronor i obligationer med utländsk valuta, varav 304 miljarder kronor avsåg vidareutlåning till Riksbanken inklusive refinansiering av denna.

Tabell 5.2 Upplåning i obligationer, utländsk valuta

<i>Miljarder kronor</i>	2009	2010	2011	2012	2013
Upplåning obl. utl. valuta	130	31	31	35	137
Varav					
Vidareutlåning	81	26	31	35	131
Exklusive vidareutlåning	49	6	0	0	6
Förfall, obligationer	-59	-36	-70	39	30
Förändring av obl. utl. valuta	71	-4	-39	-4	107

Källa: Riksgäldskontoret

Relativ upplåningskostnad i dollarobligationer redovisas i baspunkter jämfört med USD Libor och i euroobligationer jämfört med Euribor (tabell 5.3). USD Libor och Euribor är standardiserade bankräntor som används för att ge jämförbarhet av upplåningskostnaden i dollar och euro.

Tabell 5.3 Relativ upplåningskostnad för obligationer i dollar och euro

<i>Baspunkter</i>	2009	2010	2011	2012	2013
USD Libor					
(3 mån rörlig bankränta)	3	0	-9	-15	-5
Euribor					
(6 mån rörlig bankränta)	20	-	-55	-51	-11

Källa: Riksgäldskontoret

Eftersom obligationsupplåningen i utländsk valuta i huvudsak avser vidareutlåningen till Riksbanken motsvarar upplåningskostnaden i tabell 5.3 i princip upplåningskostnaden för Riksbanken. De låga upplåningskostnaderna i relativtermer kan antas avspegla högt förtroende för Sveriges kreditvärdighet särskilt under perioden när oron kring den europeiska skuldcrisen var stor.

Kostnaden för dollarobligationerna kan via basswappar översättas till Euribor. På så sätt kan kostnaden för lån i dollar och euro jämföras. De senaste drygt tio åren har dollarlån varit den främsta och mest kostnadseffektiva sättet för obligationsupplåning i utländsk valuta. Under hösten 2013 var dock kostnaden för lån i euro med tre års löptid i stort sett jämförbar.

Upplåning med obligationer i utländsk valuta sprider den underliggande finansieringen på fler marknader och breddar investerarbaser. Upplåningsformen innebär också att lånekanalerna till den internationella kapitalmarknaden hålls öppna, vilket gör det möjligt att i krisperioder låna mycket stora belopp. En allt för snabb ökning av den inhemska lånestocken kan även leda till högre inhemska räntor.

Vidareutlåning i utländsk valuta – främst till Riksbanken

I samband med finanskrisen 2009 beslöt Riksgäldskontoret, efter begäran från Riksbanken, att låna upp valuta för motsvarande 100 miljarder kronor för Riksbankens räkning. Syftet med upplåningen var att stärka Riksbankens valutaserv. Upplåningen gjordes med stöd av 5 kap. 1 § budgetlagen. I samband med vidareutlåningen upprättade Riksbanken och Riksgäldskontoret ett avtal i vilket formerna för Riksgäldskontorets lån till Riksbanken fastställdes. Efter en ny begäran från Riksbanken utökades vidareutlåningen i valuta med motsvarande 100 miljarder kronor i januari 2013. Den totala vidareutlåningen till Riksbanken uppgick därmed till cirka 200 miljarder kronor vid utvärderingsperiodens slut. I enlighet med budgetlagen betalar Riksbanken ränta till Riksgäldskontoret som motsvarar Riksgäldskontorets kostnader för lånet samt administrativa kostnader.

Riksbanken har placerat vidareutlåningen från Riksgäldskontoret i räntebärande värdepapper. Avkastningen på Riksbankens placeringar, bl.a. i amerikanska statspapper, är något lägre än kostnaden för lånet.

Detta gör att det uppstår en kostnad för statens som helhet motsvarande denna ränteskillnad. Denna kostnad uppskattas av Riksbanken till cirka 400 miljoner kronor per år för 200 miljarder kronor i vidareutlåning. Vidareutlåningen till Riksbanken har inte drivit upp statens lånekostnader i andra instrument annat än marginellt.

Den utökade vidareutlåningen under 2013 genomfördes på mycket kort tid och till förmånliga villkor. Runt 80 av de 100 miljarder kronor som behövde finansieras lånades upp på fyra dagar. Den nya vidareupplåningen tillsammans med refinansieringen av tidigare lån till Riksbanken gjorde att Riksgäldskontoret under 2013 fick låna upp 131 miljarder kronor via den internationella kapitalmarknaden. Upplåningen täcktes av åtta obligationer på totalt 13,5 miljarder dollar och två obligationer på totalt 5 miljarder euro. Därutöver sålde Riksgäldskontoret commercial paper (kort upplåning i utländsk valuta) för motsvarande 123 miljarder kronor med en genomsnittlig löptid på 101 dagar. Kostnaden för denna upplåning uppgick till 9 räntepunkter under USD Libor. Mot bakgrund av den framgångsrika finansieringen tilldelade tidskriften Risk Magazine Riksgäldskontoret utmärkelsen årets statliga skuldförvaltare 2013.

Riksgäldskontoret har på regeringens uppdrag även ställt ut krediter till Island och Irland. Lånet till Island undertecknades 2009. Som långivare stod Sverige, Danmark, Norge och Finland. Sveriges andel av det sammanlagda lånebeloppet uppgick till 495 miljoner euro. I maj 2012 undertecknades ett låneavtal mellan Sverige och Irland på sammanlagt 600 miljoner euro. Under 2013 lånade Riksgäldskontoret ut motsvarande 2,6 miljarder kronor till Irland. Irland har därmed utnyttjat hela låneramen.

All vidareutlåning räknas in i budgetsaldot och påverkar därmed Riksgäldskontorets nettolånebehov och 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.

Operativ hantering av valutaväxling

I syfte att ge förutsägbarhet och tydlighet kring Riksgäldskontorets närvaro på kronvalutamarknaden ska växlingarna fördelas jämnt över tiden. Genom att sprida transaktionerna till flera tillfällen minskar även beroendet av valutakursen vid enskilda tillfällen. Växlingsbanan definieras som den prognostiserade nettoväxlingsvolymen under de kommande tolv månaderna dividerat med tolv, exklusive växlingar som görs i samband med eventuella positioner mellan kronor och utländsk valuta. Ordningen innebär att Riksgäldskontoret inte tar några aktiva positioner i den operativa hanteringen av växlingarna.

För att undvika onödiga transaktionskostnader krävs dock en viss flexibilitet i växlingarna. Riksgäldskontorets styrelse har därför fastställt ett avvikelsemandat på ± 500 miljoner kronor per månad inom vilket transaktioner betecknas som resultatneutrala. Som mest har avvikelser från riktvärdena i den fastslagna växlingsbanan varit ca en miljard kronor under utvärdringsperioden. Avvikelsen utanför det tillåtna intervallet

inträffade i början av perioden. Sedan andra kvartalet 2010 har inga avvikelser överstigande det tillåtna intervallet förekommit. Avvikelsen under 2009 berodde till stor del på att beräkningarna av växlingsvolymerna även inkluderade värdeförändringar av utestående valutaterminsstockar till följd av valutakursrörelser. Avvikelserna föranledde en översyn av beräkningsmetodiken för växlingsmandatet kring effekten av valutakursförändringar på utestående valutaterminer. Metodiken har justerats så att utfallet under månaden mäts bortrensats från sådana valutakursförändringar. Detta innebär att Riksgäldskontoret undviker kortsiktiga svängningar i växlingsbehovet och därmed minskar transaktionskostnaden.

Skälen för regeringens bedömning: I regeringens riktlinjer för 2009–2013 anges att andelen valutaskuld ska vara 15 procent av statskulden. Runt riktvärdet tillämpas ett styrintervall på ± 2 procentenheter. Riksgäldskontoret har hållit andelen valutaskuld inom intervallet under hela utvärderingsperioden, bortsett från första kvartalet 2011 då andelen som lägst var 12,4 procent. Den låga andelen i början av 2011 berodde på den kraftiga kronförstärkningen under hösten 2010 samt på att lånebehovet runt årsskiftet 2010/2011 var särskilt stort. En stor del av lånebehovet finansierades då inom likviditetsförvaltningen i svenska kronor, vilket fick till följd att valutaandelen tillfälligt minskade. I genomsnitt uppgick andelen valutaskuld till 14,3 respektive 14,7 procent under 2012 och 2013.

Regeringen konstaterar att valutaskuldens andel i huvudsak finansierats med hjälp av obligationsupplåning i kronor som swappats till exponering i utländsk valuta. Upplåningsmetoden innebar under 2011 och 2012 runt 100 baspunkter lägre upplåningskostnad än jämförelseräntan Libor. Under 2013 var skillnaden något mindre. Upplåningsformen, är liksom tidigare, det billigaste sättet för finansiering av utländsk valuta.

Riksgäldskontoret lånade för Riksbankens räkning upp sammanlagt motsvarande 200 miljarder kronor i utländsk valuta under 2009 och 2013. Upplåningen till Riksbanken påverkar inte styrningen av valutaskulden, eftersom Riksgäldskontoret får en motsvarande fordran på Riksbanken. Riksbanken betalar ränta på lånen som motsvarar Riksgäldskontorets upplåningskostnader. Obligationsupplåningen i utländsk valuta har under utvärderingsperioden i huvudsak gjorts för Riksbankens räkning. Att lånen till Riksbanken finansierats direkt i utländsk valuta bedöms ha bidragit till att de svenska räntorna inte nämnvärt påverkades av det ökade lånebehovet i samband med vidareutlåningen. Obligationsupplåningen i utländsk valuta har även bidragit till att upprätthålla en bredare utländsk investeraras, vilket reducerar finansieringsrisken. Upplåningen till Riksbanken under 2013 har fått internationell uppmärksamhet. Regeringen bedömer att Riksgäldskontoret bedrivit en kostnadseffektiv obligationsupplåning i utländsk valuta.

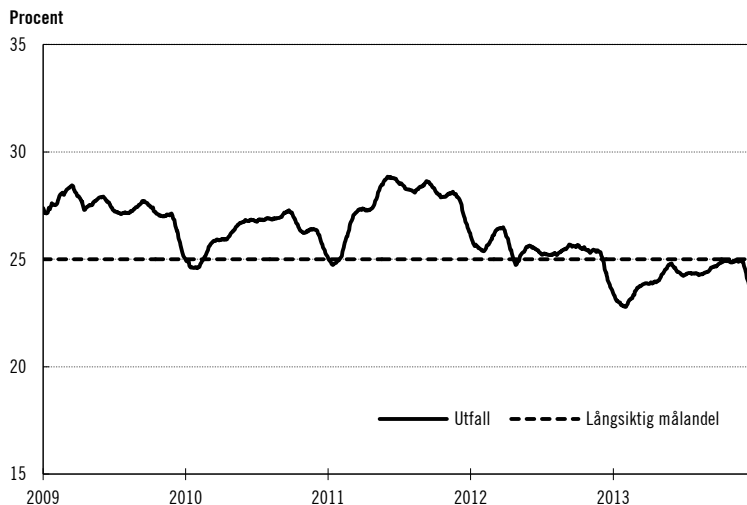
Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets upplåning i real kronskuld har varit förenlig med regeringens riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet. Åtgärderna för att styra andelen real kronskuld mot den långsiktiga målandelen på 25 procent bedöms som rimliga ur ett kostnadsperspektiv. Under utvärderingsperioden uppgick andelen real kronskuld som högst till 28,8 procent och som lägst till 22,8 procent.

Bakgrund

Andelen real kronskuld

I riktlinjerna anges att realskuldens andel långsiktigt ska styras mot 25 procent av statsskuden. Under utvärderingsperioden var andelen real kronskuld som högst under andra kvartalet 2011, då andelen var 28,8 procent. Lägst var andelen under första kvartalet 2013, då var andelen 22,8 procent.

Diagram 5.4 Andelen real kronskuld och långsiktig målandel



Källa: Riksgäldskontoret

För att sänka andelen real kronskuld mot det långsiktiga målvärdet under 2011 minskade Riksgäldskontoret emissionerna i realobligationer från 8 till 6 miljarder kronor för helåret. Anledningen till att emissionerna inte sänktes ytterligare var risken för att likviditeten i realobligationsmarknaden skulle försämrats. Under 2013, när andelen realskuld låg under det långsiktiga målvärdet, ökade Riksgäldskontoret de planerade emissionsvolymerna i realobligationer vid två tillfällen. I februari höjdes volymen för både 2013 och 2014 från 9 till 12 miljarder kronor i årstakt och i juni höjdes den planerade emissionsvolymen till 15 miljarder kronor för 2014. Andelen real kronskuld är svår att styra, eftersom utvecklingen av nettolånebehovet och statsskuldens storlek har stor betydelse för andelen. Stora ökningar eller minskningar i

nettolånebehovet bör inte pareras med emissionsvolymen i realobligationer. Att genomföra byten mellan reala och nominella statsobligationer skulle medföra stora kostnader om investerare vet att byten måste genomföras. Riksgäldskontoret har inte heller möjlighet att anpassa realskuldens andel med hjälp av derivat på samma sätt som för valutaskulden.

Upplåning i real kronskuld

Försäljningen av realobligationer sker främst genom regelbundna auktioner. Den reala kronskulden utgörs av få stora lån vilket ger relativt liten flexibilitet i upplåningen. När stora lån förfaller kan de vara svårare att hantera samtidigt som det innebär en återinvesteringsrisk för investerarna. Av detta skäl genomför Riksgäldskontoret även marknadsvårdande byten. Riksgäldskontoret har en långsiktig strategi att fördela realskulden över flera löptider. Detta kommer på sikt att leda till att byten och återköp i korta realobligationer inte längre behövs. De utestående stockarna kommer då inte vara större än att realobligationslånen kan förfalla utan att orsaka allt för stora återinvesteringsproblem. Som framgår av tabell 5.4 har den utestående volymen reala lån varierat mellan 193 och 216 miljarder kronor under utvärderingsperioden. Vid slutet av 2013 var den reala kronskulden 198 miljarder kronor. Nettot av de årliga emissionsvolymerna har varierat mellan -1,8 miljarder kronor 2009 och 11,1 miljarder kronor 2013. De sålda volymerna i auktionsverksamheten har hållit en jämnare takt. Teckningskvoten i förhållande till de utbudna emissionsvolymerna har legat på drygt 5 under 2009–2012, men sjönk till knappt 4 under 2013. En förklaring till denna minskning är att Riksgäldskontoret nästan fördubblade utbudet från 6,5 till 11,5 miljarder kronor under samma period. Samtidigt steg den totala volymen inkomna bud från 36,3 till 44,7 miljarder kronor. Det ökade utbudet har således mötts av god efterfrågan.

Tabell 5.4 Upplåning i realobligationer

	2009	2010	2011	2012	2013
Utestående reala lån, mdkr	200	212	216	193	198
Emissionsvolym ¹	-1,8	11,9	0,6	7,2	11,1
Såld volym ²	3,0	7,7	6,0	6,5	11,5
Teckningskvot ³	5,0	5,3	5,2	5,8	3,9
Snittränta ⁴	1,5	0,5	0,6	-0,01	0,2
Break even-inflation, (BEI) ⁵	1,7	1,7	1,9	1,5	1,5

Källa: Riksgäldskontoret

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

² Totalt såld volym i auktionsverksamheten exklusive byten och uppköp.

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

⁴ Viktad genomsnittsränta över året i de rena auktionerna.

⁵ Genomsnittlig break even-inflation i de rena auktionerna.

Under 2012 sjönk realräntorna jämfört med föregående år. Genomsnittet av emissionsräntorna var -0,01 procent detta år, vilket var betydligt lägre än tidigare då snittet var 0,6 procent. Skillnaden mellan nominell ränta och realränta är ett mått på den förväntade inflationen. En negativ realränta indikerar att inflationen förväntas överstiga den nominella räntan för motsvarande period. Under 2013 steg realräntorna jämfört med 2012. Genomsnittet för emissionsräntorna under 2013 var 0,2 procent.

För att jämföra kostnaden för real och nominell upplåning med motsvarande löptid beräknas break even-inflationen (BEI). Måttet anger hur hög inflationen i genomsnitt måste vara under en obligations löptid för att kostnaden ska vara densamma för real och nominell upplåning. Om inflationen blir lägre än BEI kommer realupplåningen att ha varit mer fördelaktig än upplåningen i nominella obligationer med motsvarande löptid. Under utvärderingsperioden har BEI för emitterade reala lån varierat mellan 1,9 och 1,5.

Skälen för regeringens bedömning: I regeringens riktlinjer för 2009–2013 anges att andelen real kronskuld långsiktigt ska vara 25 procent av statsskulden. Under perioden har andelen som mest uppgått till 28,8 procent och som lägst till 22,8 procent. Andelen real kronskuld är svår att styra, eftersom stora förändringar i nettolånebehovet inte bör pareras med emissionsvolymen i realobligationer. Möjligheten att anpassa realskuldens andel med hjälp av derivat på samma sätt som för valutaskulden saknas, eftersom marknaden för inflationsderivat är relativt outvecklad. Det är inte heller möjligt att genomföra byten mellan reala och nominella statsobligationer utan att detta skulle medföra omotiverat stora kostnader. Regeringen bedömer Riksgäldskontorets åtgärder som rimliga för att styra realskuldens andel mot den långsiktiga målandelen.

5.3 Nominell kronskuld

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

Refinansieringsrisken har begränsats genom emissioner av tioåriga obligationer i stället för korta växlar. Samtidigt har räntekostnaderna hållits nere genom att swappa långa räntor till korta räntor.

Bakgrund

I styrningen av statsskuldens sammansättning utgörs andelen för den nominella kronskulden en residual (60 procent). Andelen följer av målandelarna för valutaskulden (15 procent) och för den reala kronskulden (25 procent). Utvärderingen av den nominella kronskuldens förvaltning görs framför allt i kvalitativa termer, bl.a. utifrån den marknads- och skuldvard som bedrivits i syfte att uppnå lägsta möjliga räntekostnad.

Upplåning i nominell kronskuld

Merparten av Riksgäldskontorets upplåning görs nominellt i svenska kronor. Statsobligationer är det största och viktigaste låneinstrumentet, varför denna upplåning prioriteras högst. Generellt kan sägas att årsprognoserna för bruttolånebehovet styr obligationsupplåningen, månadsprognoserna växelupplåningen och dagsprognoserna den dagliga likviditetshanteringen.

Tabell 5.5 Upplåning i nominella obligationer och statsskuldväxlar

<i>Miljarder kronor</i>	2009	2010	2011	2012	2013
Utestående nominella obl.	505	557	547	540	604
Emissionsvolym	110	58	41	59	74
Utestående statsskuldväxlar	115	85	72	105	94
Såld volym	304	307	299	254	293

Källa: Riksgäldskontoret

Under 2012 och 2013 emitterades nominella statsobligationer för 59 respektive 74 miljarder kronor. Sammanlagt har nominella obligationer för 342 miljarder kronor emitterats under utvärderingsperioden. Vid slutet av 2013 uppgick den utestående stocken nominella obligationer till 604 miljarder kronor, vilket var cirka 100 miljarder kronor mer än vid 2009 års slut. Under 2012 och 2013 såldes statsskuldväxlar för 254 respektive 293 miljarder kronor. För hela utvärderingsperioden uppgick försäljningsbeloppet av statsskuldväxlar till 1 457 miljarder kronor. Under utvärderingsperioden har den utestående stocken statsskuldväxlar vid årets slut varierat mellan 72 och 115 miljarder kronor.

Tabell 5.6 Teckningskvoter och snittränta i nominella obligationer

	2009	2010	2011	2012	2013
Teckningskvot ¹	2,35	2,33	2,43	2,12	2,38
Snittränta ²	2,86	2,63	2,42	1,57	1,87

Källa: Riksgäldskontoret

¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym, syndikeringen i den 30-åriga obligationen 2009 ingår inte.

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

De totala volymerna nominella obligationer som auktioneras till återförsäljarna är centrala för likviditet och prissättning på andrahandsmarknaden för statsobligationer. Riksgäldskontoret erbjuder många regelbundna emissioner enligt en i förväg fastställd låneplan. Genom att sälja små volymer vid många tillfällen undviks exponeringen mot tillfälligt ofördelaktiga marknadsvillkor samtidigt som refinansieringsrisken minskar. Upplåningsmetoden gör det också möjligt för investerare att ha kontinuerlig tillgång till primärmarknaden. Som framgår av tabell 5.6 har teckningskvoten varit stabil på 2,3–2,4 under hela utvärderingsperioden, bortsett från 2012 då den var något lägre. Snitträntan vid auktionerna har varit lägre under 2012 och 2013 jämfört med tidigare år.

Tabell 5.7 Teckningskvoter och snittränta i statskuldväxlar

<i>Procent</i>	2009	2010	2011	2012	2013
Teckningskvot ¹	2,32	1,91	1,80	2,15	2,14
Snittränta ²	0,43	0,47	1,60	1,14	0,90

Källa: Riksgäldskontoret

¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

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

Som beskrivs tidigare har upplåningen i statskuldväxlar minskat markant jämfört med före finanskrisen 2009 (avsnitt 3.2). Tillsammans med sänka styrräntor och den kraftiga efterfrågeökningen på korta riskfria placeringar i samband med finanskrisen föll snitträntan på statskuldväxlar markant under 2009 och 2010 (tabell 5.7). Högre styrräntor under 2011 gjorde att snitträntan för statskuldväxlar steg till 1,60 procent detta år. Under 2012 sänkte Riksbanken styrräntan från 1,75 till 1,00 procent vid årets slut, vilket avspeglar sig i lägre snittränta för statskuldväxlar detta år. Under 2013 var styrräntan oförändrad fram till slutet av december då den sänktes till 0,75 procent. Teckningskvoten vid försäljningarna av statskuldväxlar var något högre 2009 jämfört med de följande åren, men har alltså varierat kring två. Detta till trots har Riksgäldskontoret bedömt att utbudet statskuldväxlar inte kan minskas ytterligare med mindre att marknaden läggs ner.

Riksgäldskontoret ger ut en sexmånadersväxel var tredje månad. Övriga månader introduceras en ny tremånadersväxel. Vid varje tillfälle finns det således fyra utestående löptider på upp till sex månader. I regel finns det även en obligation med kortare löptid än tolv månader på marknaden.

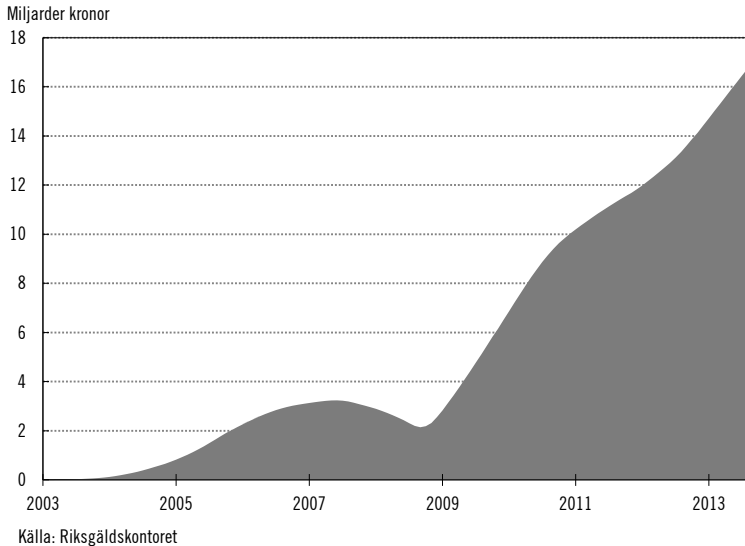
Ränteswappar

Ränteswappar används för att styra den nominella kronskuldens räntebindningstid för löptider upp till tolv år till mitten av intervallet 2,7–3,2 år. Genom att emittera tioåriga statsobligationer och swappa dessa till kort ränta minskar räntekostnaden samtidigt som refinansieringsrisken reduceras jämfört med om den korta upplåningen finansierats med hjälp av statskuldväxlar. Metoden bidrar också till bättre likviditet i statsobligationsmarknaden, eftersom de emitterade obligationsvolymerna ökar. Riksgäldskontoret anser att det sannolikt skulle vara svårt att uppnå samma räntebindningstid utan swappar. Marknaden för statskuldväxlar är inte lika djup som den för statsobligationer och en stor växelstock skulle leda till en onödigt hög refinansieringsrisk.

Under 2013 swappade Riksgäldskontoret totalt åtta miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort räntexponering i kronor. Den genomsnittliga swappspreaden för hela volymen var 41 baspunkter. Swappspreaden anger skillnaden mellan räntan på en swapp och räntan på en statsobligation med samma ränta. Under 2013 ingick även Riksgäldskontoret ränteswappar tillsammans med basswappar på 20 miljarder kronor där den rörliga räntan i kronor byttes mot en rörlig ränta i utländsk valuta. För dessa var swappspreaden i genomsnitt 46 baspunkter. Vilket resultat swapparna leder till beror på skillnaden mellan den fasta ränta som Riksgäldskontoret erhåller och den rörliga

Stibor-ränta som Riksgäldskontoret betalar fram till det att swappen förfaller. Om Stibor-räntan i genomsnitt är lägre än den fasta räntan ger swappen en besparing. Under 2013 hade de swappar som ingicks en löptid på i genomsnitt strax över åtta år. Det dröjer därför innan det slutliga resultatet av dessa kan beräknas.

Diagram 5.5 Ackumulerat resultat ränteswappar



I diagram 5.5 redovisas det ackumulerade resultatet av ränteswappar sedan de började användas 2003. Det slutliga resultatet av de utestående swapparna kan inte beräknas förrän de förfaller om ett antal år. Vid 2013 års slut uppgick det ackumulerade resultatet, som endast delvis är realiserat, till 17 miljarder kronor. Det kalkylmässiga resultatet ökade under 2013 med 3,4 miljarder kronor, eftersom 3-månaders Stibor var betydligt lägre under året än den genomsnittliga fasta ränta som Riksgäldskontoret erhållit i swapparna.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets emissioner av statsskuldväxlar och nominella obligationer i kronor bedöms ha genomförts i enlighet med regeringens riktlinjer. Bedömningen att Riksgäldskontorets emissioner i nominell kronskuld har varit i enlighet med riktlinjerna och det statsskuldspolitiska målet styrks även av ESV:s externa granskning samt av den undersökning som TSN Sifo Prospera utfört på Riksgäldskontorets uppdrag.

Genom att swappa en del av upplåningen från långa bundna räntor till korta rörliga har löptidsriktmärket uppnåtts och räntekostnaderna hållits nere. Genom emissioner av tioåriga obligationer i stället för korta växlar har refinansieringsrisken samtidigt begränsats.

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets styrning av löptiden har följt regeringens riktlinjer. De kostnadsargument som Riksgäldskontoret anför kring avvikelserna från volymriktmärket för nominell kronskuld med löptider längre än tolv år är rimliga utifrån det statsskuldspolitiska målet. I riktlinjebeslutet för 2014 tydliggjordes att volymriktmärket ska betraktas som långsiktigt. Riksgäldskontoret ska liksom tidigare löpande informera sig om intresset för långa obligationer.

Bakgrund

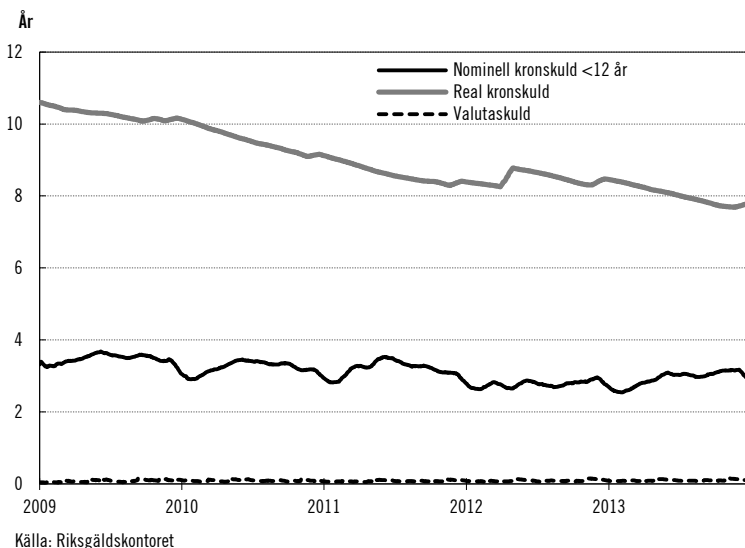
Löptiden för de enskilda skuldslagen

Strategin för löptiden i de olika skuldslagen 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. Under utvärderingsperioden har löptiden i den reala kronskulden successivt minskat. Förklaringen är att de emissioner som gjorts inte har kompenserat för att löptiden i skulden med tidens gång blir kortare.

Regeringens riktlinje för valutaskuldens löptid har varit 0,125 år under hela utvärderingsperioden. Löptiden i valutaskulden har legat nära men något under målet under hela perioden. För den reala skuldens löptid har regeringens riktlinje varit 10,1 år under 2009, 9,4 år under 2010, 8–10 år under 2011 och 7–10 år under 2012 och 2013. Den faktiska löptiden för den reala skulden har varit i enlighet med riktlinjerna och hållit sig inom de angivna styrintervallen.

Regeringens riktlinje för instrument i nominella kronor med löptid upp till tolv år har varit 3,2 år för 2010, 3,1 år för 2011 och 2,7–3,2 år för 2012 och 2013. Den faktiska löptiden har varit i enlighet med riktlinjerna och hållit sig inom de angivna styrintervallen, bortsett från en kortare period under inledningen av 2013. Förklaringen till att löptiden blev tillfälligt lägre i början av 2013 är att staten säsongsmässigt har stora lånebehov i december månad. Det innebär att den kortfristiga upplåningen i likviditetsförvaltningen ökar tillfälligt runt årsskiftet och att den genomsnittliga räntebindningstiden därmed blir kortare. Under 2009 var löptidsriktvärdet för den nominella kronskulden tillfälligt upphävt i samband med att Riksgäldskontoret gavs möjlighet att emittera en 30-årig obligation.

Av diagram 5.6 framgår att löptiden för den reala kronskulden har minskat från drygt tio år till knappt åtta år under utvärderingsperioden. Den nominella kronskulden med löptider upp till tolv år har i stort varit kring tre år under hela utvärderingsperioden medan löptiden i valutaskulden varit kring löptidsriktvärdet 0,125 år.



Styrning av nominell kronskuld med längre löptid än tolv år

Nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall styrdes under 2010 och 2011 av ett volymbaserat tak på 60 respektive 65 miljarder kronor. I riktlinjerna för 2012 ersattes det volymbaserade taket med ett riktvärde på 60 miljarder kronor. Motiveringen till beslutet var att regeringen ville sprida statsskuldens förfall över en längre tidsperiod mot bakgrund av de erfarenheter andra europeiska länder gjort beträffande refinansiering av sin statsskuld. I syfte att ytterligare öka volymen skuld i de långa löptidsegmenten och därmed i viss utsträckning minska refinansieringsrisken höjdes riktvärdet till 70 miljarder kronor i riktlinjerna för 2013. I motivtexten till riktlinjebeslutet framgick att riktmärket ska betraktas som långsiktigt och att ökningstakten i förhållande till riktvärdet ska vägas mot kostnad och risk för upplåningen i andra löptider samt utvecklingen i efterfrågan på långa obligationer.

I oktober 2011 uppgick nämnda volymer till 40,250 miljarder kronor. Beslutet om att införa ett riktvärde på 60 miljarder kronor i riktlinjerna för 2012, innebar således att Riksgäldskontoret behövde öka upplåningen i nominella kronobligationer med löptid längre än tolv år med 19,750 miljarder kronor för att nå riktvärdet. Sedan beslutet om riktvärdet togs i november 2011, har Riksgäldskontoret ökat nämnda upplåning med 13 miljarder kronor. Den utestående volymen uppgick till 53 miljarder kronor både vid utgången av 2012 och 2013.

Anledningen till att Riksgäldskontoret valt att inte emittera ytterligare obligationer i de längsta löptiderna är att efterfrågan varit svag och att kostnaden därmed skulle bli för hög. Riksgäldskontoret menar att intresset för de längsta obligationerna minskade när Finansinspektionen aviserade att man tänkte införa nya principer för livbolagens diskonteringsränta i linje med det kommande EU-regelverket Solvens II. Den nya metoden infördes vid årsskiftet 2013/2014 och innebär att diskonteringsräntan är mindre beroende av marknadsräntorna än tidigare.

Livbolagens behov av att använda långa obligationer för att matcha sina åtaganden har enligt Riksgäldskontoret minskat markant till följd av detta. Riksgäldskontoret har samtidigt sagt att begränsade volymer kan säljas i auktioner om det framöver kommer tydliga indikationer på att det finns intresse.

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. Volymriktmärket för nominell kronskuld med längre löptid än tolv år ska betraktas som långsiktigt, vilket gjorts tydligare i riktlinjerna för 2014. I perioder när riktmärket inte kan följas utan betydande merkostnader är det utifrån det statskuldspolitiska målet inte motiverat att emittera ytterligare långa obligationer. Regeringen poängterar dock att Riksgäldskontoret liksom tidigare löpande 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 ska även beakta den statsfinansiella utvecklingen på så sätt att en kraftig ökning av lånebehovet kan motivera större emissioner av långa obligationer. Vid 2013 års slut uppgick obligationsvolymen i det långa löptidssegmentet till 53 miljarder kronor. Riktmärket för motsvarande volymer för 2013 var 70 miljarder kronor.

5.5 Positionstagande

Regeringens bedömning: Av mandatet på 600 miljoner kronor för 2009 och 2010 och 450 miljoner kronor för 2011–2013 (mätt i termer av riskmättet daglig Value-at-Risk) har Riksgäldskontoret allokerat 220 miljoner kronor till den löpande aktiva förvaltningen. Resterande del har funnits tillgänglig för strategiska positioner. Regeringen finner ingen anledning att kritisera delegeringsbeslutet.

Regeringen har tidigare utvärderat det goda resultatet för taktiska positioner under utvärderingsperiodens början. Riksgäldskontoret har inte tagit några taktiska positioner sedan utvärderingen i skr. 2011/12:104. Sammantaget har det kvantitativa målet för Riksgäldskontorets positionstagande uppfyllts, eftersom positionsverksamheten bidragit till att minska kostnaden för statskuldens förvaltning.

Bakgrund

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. Regeringen fastställer årliga mandat för riskexponeringen. 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.

Mandatet för riskexponeringen i utländsk valuta uttrycks i termer av Value-at-Risk med 95 procents sannolikhet. Under 2009 och 2010 uppgick V-a-R mandatet för positioner i utländsk valuta till 600 miljoner kronor och under 2011–2013 till 450 miljoner kronor. Samtliga år har Riksgäldskontoret delegerat 220 miljoner kronor till den löpande aktiva förvaltningen. Resterande del har funnits tillgänglig för taktiska positioner. Som mest har 157 miljoner kronor av V-a-R mandatet utnyttjats i den löpande förvaltningen under utvärderingsperioden. Under 2012 gav positionsverksamheten en förlust på 200 miljoner kronor, medan 2013 gav en vinst på 200 miljoner kronor.

Mandatet för riskexponering i den svenska kronans växelkurs uttrycks i miljarder kronor. Under 2009–2011 var mandatet 50 miljarder kronor. År 2012 sänktes mandatet till 15 miljarder kronor och 2013 till 7,5 miljarder kronor (se även avsnitt 4.4). Regeringen har i tidigare utvärderingsskrivelser utvärderat den taktiska positionen från våren 2009 avseende en starkt kronkurs. Såväl Riksgäldskontoret som regeringen bedömde då att kronkursen var kortsiktigt undervärderad till följd finanskrisen. Positionens värde uppgick till 50 miljarder kronor och resulterade i ett positivt resultat på 8,1 miljarder kronor när den var slutligt avvecklad i juni 2011. Inga nya kronpositioner har tagits efter position i den svenska kronans valutakurs våren 2009.

Tabell 5.8 Resultat av positioner

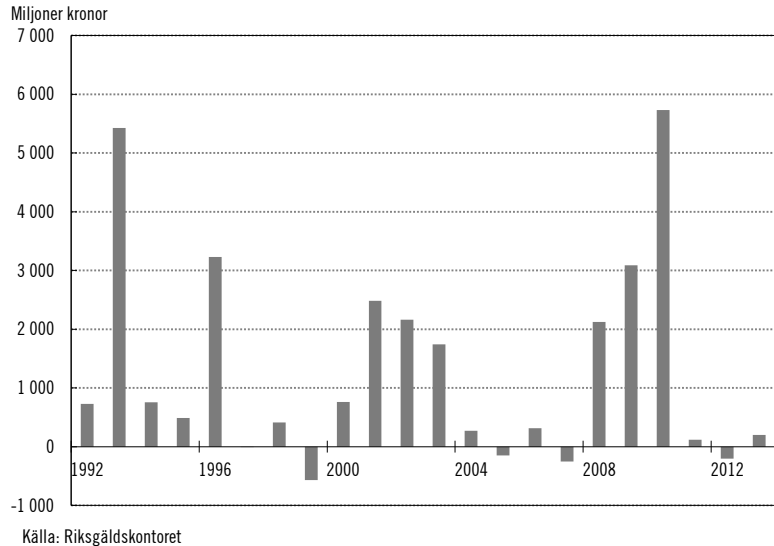
	2009	2010	2011	2012	2013	Totalt	Snitt
Egen	2997	5475	88	-176	235	8619	1724
varav							
styrelsebeslut	2616	6061	250	0	0	8927	1785
löpande	381	-586	-163	-176	235	-309	-62
Extern	84	264	-1	-24	-35	288	58
Totalt	3081	5739	86	-200	200	8906	1781

Källa: Riksgäldskontoret

För hela utvärderingsperioden uppgick det totala resultatet för positionsverksamheten till 8 906 miljoner kronor, vilket motsvarar 1 781 miljoner kronor i genomsnitt per år. Styrelsebeslutet avseende den taktiska positionen för en starkare krona under åren 2009–2011 står för det i särklass största bidraget. Såväl det negativa resultatet 2012 som det positiva resultatet 2013 uppkom främst i den löpande interna förvaltningen. Den externa förvaltningen visade en förlust på 24 respektive 35 miljoner kronor för nämnda år. I genomsnitt har den löpande interna förvaltningen resulterat i en förlust på 62 miljoner kronor per år under utvärderingsperioden. Detta kan jämföras med att de externa förvaltarena visar ett positivt genomsnittligt årsresultat på 58 miljoner kronor under utvärderingsperioden.

I diagram 5.7 redovisas det årliga resultatet för positionsverksamheten sedan 1992, det år då Riksgäldskontoret började med aktiv förvaltning. Det ackumulerade resultatet sedan 1992 uppgick vid 2013 års slut till 28,9 miljarder kronor.

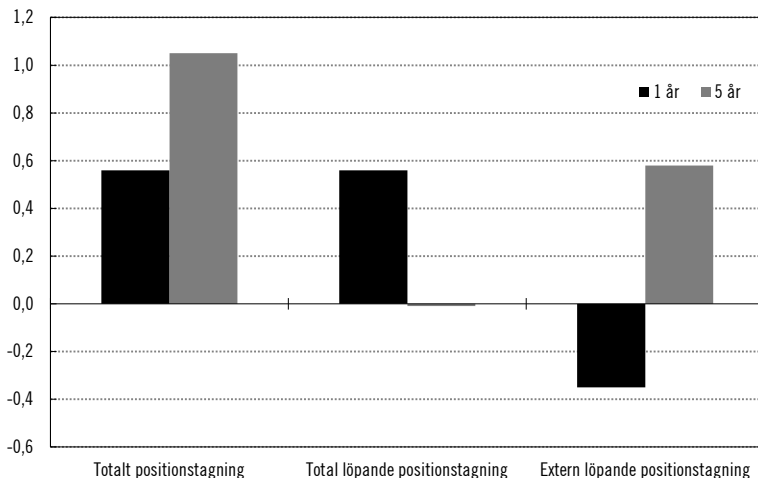
Diagram 5.7 Årligt resultat av positioner



Den större delen av resultatet härstammar från få stora strategiska positioner. Positionerna har tagits i situationer när Riksgäldskontoret uppfattat att valutakurser kraftigt har avvikit från sitt jämnviktsvärde.

För att bedöma det riskjusterade resultatet används den s.k. informationskvoten (resultatet dividerat med standardavvikelsen i resultatet). En hög informationskvot innebär att förvaltningen uppnått ett starkt resultat i förhållande till den risk som tagits för att uppnå resultatet. I diagram 5.8 redovisas det riskjusterade resultatet för den sammanlagda positionstagningen, den löpande positionstagningen och för de externa förvaltarna som grupp. Informationskvoten för den totala förvaltningen visar den samlade positionstagningen och tar därmed hänsyn till diversifieringseffekter. Detta gör att informationskvoten för den totala positionstagningen blir högre.

Informationskvot



Källa: Riksgäldskontoret

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen konstaterar att 220 miljoner kronor av riskmandatet i termer V-a-R årligen har delegerats till den operativa (löpande) nivån. Resterande del har funnits tillgänglig för strategiska positioner. Detta gällde även från 2011 då regeringen sänkte V-a-R mandatet till 450 från tidigare 600 miljoner kronor. Som mest har 157 miljoner kronor av V-a-R mandatet utnyttjats i den löpande förvaltningen under utvärderingsperioden.

Som framgick av den tidigare utfärderingsskrivelsen avseende 2007–2011 värdesätter regeringen det goda resultatet som de strategiska positionerna resulterat i under början av utvärderingsperioden. Våren 2009 togs en position avseende en stärkt kronkurs då kronan bedömdes vara kortsiktigt undervärderad till följd finanskrisen. I september 2010 inleddes en gradvis avveckling och i juni 2011 var positionen helt avvecklad. Denna position resulterade i ett positivt resultat på 8,1 miljarder kronor. Inga nya strategiska positioner har tagits sedan 2009.

Regeringen konstaterar att det genomsnittliga årsresultatet för den löpande interna förvaltningen var -62 miljoner kronor under utvärderingsperioden, medan motsvarande resultat för den externa förvaltningen var 58 miljoner kronor. Det finns skäl att fortsatt utvärdera om resultatskillnaderna är systematiska samt vad de i så fall kan bero på. Sammantaget har dock det kvantitativa målet för Riksgäldskontorets positionstagande uppfyllts under utvärderingsperioden.

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets principer och strategier för marknads- och skuldvard ger goda förutsättningar för att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk. Genom tydlig kommunikation och aktiva åtgärder har Riksgäldskontoret bidragit till en god marknads- och skuldvard.

Bakgrund

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.

Riksgäldskontorets styrelse fastställer principerna i myndighetens Finans- och riskpolicy, som ses över årligen. Av Finans- och riskpolicyn för 2013 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 objektiva 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 öppenhet, tydlighet och förutsägbarhet arbetar Riksgäldskontoret på följande sätt:

- Upprätthålla goda investerarrelationer.
- Planera upplåningen för de närmaste åren baserat på prognoser på nettolånebehovet.
- Hantera upplåningen på ett konsekvent sätt i linje med tydliga principer.

- Publicera prognoser för nettolånebehovet och upplåningen regelbundet Skr. 2013/14:196
- Sträva efter tydlig kommunikation såväl i skrift som i kontakter med investerare och motparter.
- Tillhandahålla detaljerad information om upplåning och statsskuld på hemsidan.

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. Den löpande direktkontakten med investerarna sker på så sätt till stor del med hjälp av återförsäljarna. Investerare har dock även möjlighet till en direkt dialog med Riksgäldskontoret. Kommunikationen med återförsäljare och investerare sker både via Riksgäldskontorets hemsida och vid möten. Riksgäldskontoret deltar regelbundet som talare på investerarmöten både utomlands och i Sverige.

Riksgäldskontoret bedriver en aktiv marknads- och skuldvard. Marknadsaktörerna ges möjlighet att repa in statspapper. 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.

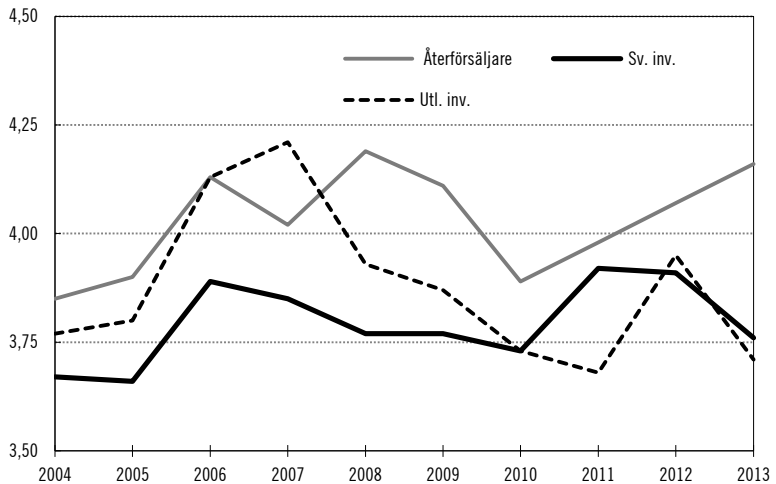
En viktig del i kommunikationen utgörs av rapporten ”Statsupplåning – prognos och analys”, vilken publiceras tre gånger per år. I rapporten beskrivs detaljerat hur Riksgäldskontoret avser att finansera statsskulden de två kommande åren. Rapporten syftar till att underlätta för marknadsaktörerna att bilda 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. Under 2012 och 2013 har Riksgäldskontoret påbörjat en utbyggnad av tillgängligheten till information om skuldstruktur och upplåning på hemsidan. Via hemsidan kan användaren själv hämta önskad information för utskrift eller via Excel.

På Riksgäldskontorets uppdrag har TNS SIFO Prospera för tionde året i rad genomfört en undersökning om hur marknadsaktörerna uppfattar Riksgäldskontoret. Totalt intervjuades alla åtta återförsäljare och 53 investerare. Svarefrekvensen uppgick till 91 procent. Betyg ges på en femgradig skala där betyg 4 betecknas som ”utmärkt” och 3,5 som ”ganska bra”. Under 2013 var det sammanfattande betyget från återförsäljarna 4,2. Motsvarande betyg från de svenska och internationella investerarna var 3,8 respektive 3,7. Relativt många av de internationella investerarna anser att Riksgäldskontoret gör ett bättre jobb än sina internationella kollegor. Bland de enskilda faktorerna som utvärderades gavs marknadsvård respektive kommunikation om lånebehov och finansiering särskilt höga betyg (4,3 respektive 4,2). Omdömet för kontakten med investerare visar lägre betyg (3,6). Under 2013 var betyget från återförsäljarna något bättre än det historiska genomsnittet. Betyget från de svenska investerarna var ungefär som det historiska genomsnittet, medan betyget från de utländska investerarna var

något under det historiska genomsnittet. En utförligare redogörelse av utvärderingen framgår av avsnitt 6 samt i *bilagan*.

Diagram 5.9 Sammanvägd bedömning

Betyg (1-5)



Källa: TNS SIFO Prospera

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontorets principer och strategier för att uppnå de internt uppsatta målen om öppenhet, tydlighet och förutsägbarhet i upplåningsverksamheten har varit positiva för statspappersmarknaden funktionssätt. Detta bidrar i sin tur till att långsiktigt minimera kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk. Rapporten "Statsupplåning – prognos och analys" bidrar till god förutsägbarhet i upplåningen genom detaljerad information om Riksgäldskontorets planerade upplåning de kommande två åren. Ökad tillgänglighet till information om statsskuldens struktur via Riksgäldskontorets hemsida bidrar också till öppenhet och transparens.

Riksgäldskontorets erbjudande om marknadsvårdande repor och inbyte av mindre likvida statspapper bedöms minska risken för bristsituationer på statspappersmarknaden.

TNS SIFO Prosperas undersökning visar generellt höga betyg, vilket ger stöd åt att Riksgäldskontorets marknads- och skuldvard har bedrivits på ett ändamålsenligt sätt. Av undersökningen framgår att relativt många av de internationella investerarna anser att Riksgäldskontoret gör ett bättre jobb än sina internationella kollegor.

Sammanfattning: Riksgäldskontoret har inte tagit upp lån för att tillgodose behovet av statslån under utvärderingsperioden 2009–2013. Den extra upplåning som togs upp under hösten 2008 utvärderades i skr. 2009/10:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2005–2009.

Riksgäldskontoret har inte tagit upp lån för att tillgodose behovet av statslån under utvärderingsperioden 2009–2013. 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 skr. 2009/10:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2005–2009. 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.

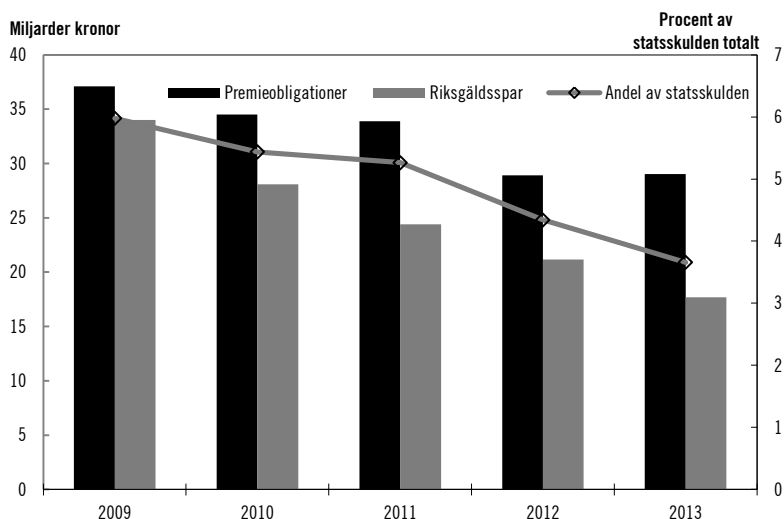
5.8 Upplåning på privatmarknaden

Regeringens bedömning: Privatmarknadsupplåningen har under utvärderingsperioden bidragit till att minska kostnaderna för statsskulden med 758 miljoner kronor i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. Riksgäldskontoret har därmed uppnått målet att privatmarknadsupplåningen ska bidra till att minska kostnaden för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.

Bakgrund

Förutom att låna på den institutionella räntemarknaden lånar Riksgäldskontoret även direkt från privatpersoner och mindre investerare. Vid 2013 års uppgick privatmarknadsupplåningen (Premieobligationer och Riksgäldsspar) till totalt 47 miljarder, vilket motsvarade 3,7 procent av den totala statsskulden (diagram 5.10). Vid slutet av 2009 uppgick privatmarknadsupplåningen till 71 miljarder kronor, vilket motsvarade 6,0 procent av statsskulden. Under utvärderingsperioden har därmed såväl den totala privatmarknadsupplåningen som dess andel av statsskulden minskat.

Diagram 5.10 Privatmarknadsupplåningen fördelning samt dess totala andel av statsskulden



Källa: Riksgäldskontoret

Målet för privatmarknadsupplåningen är att den ska bidra till att minska kostnaden för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.

Under 2012 och 2013 bidrog privatmarknadsupplåningen till kostnadsbesparingar på 129 respektive 98 miljoner kronor. Det är framför allt Premieobligationer som står för kostnadsbesparingen. Det försämrade resultatet 2013 beror främst på att det under 2012 bokfördes större intäkter från preskriberade premieobligationer. För hela utvärderingsperioden uppgick den samlade kostnadsbesparingen till 758 miljoner kronor. Närmare 90 procent av resultatet kommer från Premieobligationer.

Tabell 5.9 Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning

	2009	2010	2011	2012	2013	Totalt
Premieobligationer	170	171	130	126	81	678
Riksgäldsspar	36	12	11	4	17	80
Summa besparing	206	183	142	129	98	758

Premieobligationer

Under 2012 och 2013 uppgick resultatet för Premieobligationer till 126 respektive 81 miljoner kronor. Detta motsvarar en försämring med 45 miljoner kronor mellan åren. Om intäkterna från preskriberade obligationer räknas bort var resultatförsämringen 16 miljoner kronor. Denna försämring beror på att den premieobligation som förföll 2013

sålades med ett bättre resultat än de två nya obligationer som gavs ut under året.

Tre premieobligationslån såldes under 2012 och 2013. Den låga marknadsräntan under våren 2012 gjorde det in i det sista osäkert om det skulle ges ut något premieobligationslån under våren 2012. I maj 2012 såldes dock ett premieobligationslån på 2 miljarder kronor med 0,80 i utlåningsprocent (dvs. den ränta som årligen lottas ut). Garantiräntan i lånet var 0,50 procent. De låga marknadsräntorna gjorde att kostnadsbesparingen för lånet blev 7 miljoner kronor sett över den femåriga löptiden. Det planerade premieobligationslånet hösten 2012 fick ställas in, eftersom räntan då var för låg för att räcka till en rimlig vinstplan. Under 2013 såldes två premieobligationslån, ett i maj och ett i oktober. Utlotningsprocenten i de båda lånen var 0,70 respektive 1,00 procent och garantiräntan var 0,40 respektive 0,70 procent. Löptiden i de båda lånen var fem år och försäljningsvolymen uppgick till 2,1 miljarder kronor i vardera lånet. De låga marknadsräntorna gjorde att kostnadsbesparingen för de båda lånen blev 8 respektive 25 miljoner kronor sett över hela löptiden.

För hela utvärderingsperioden bidrog Premieobligationer till en kostnadsbesparing på 678 miljoner kronor. Av den totala kostnadsbesparingen hänförs halva beloppet från 2009 och 2010, då intäkterna från preskriberade premieobligationer var särskilt stora 50 respektive 63 miljoner kronor. Mindre volymer och i viss mån lägre marginaler till följd av låga marknadsräntor bidrog också till att kostnadsbesparingen 2013 endast blev hälften så stor som under de enskilda åren 2009 och 2010. Vid 2009 års slut uppgick den utestående volymen premieobligationer till 37 miljarder kronor och vid 2013 års slut till 29 miljarder kronor.

Riksgäldsspar

Under 2012 och 2013 uppgick resultatet för Riksgäldsspar till 4 respektive 17 miljoner kronor. Resultatförbättringen förklaras främst av en ny kostnadsfördelning. Fördelningsnyckeln för Riksgäldskontorets gemensamma kostnader har ändrats för att varje verksamhetsområde ska bära en mer rättvisande andel av de kostnader som inte specifikt kan hänföras till en viss verksamhet. Andelen som belastar privatmarknadsupplåningen sänktes från 22 till 12,5 miljoner kronor med den nya fördelningen. Insättningsmarginalen för insättningar på Riksgäldsspar med rörlig ränta är 25 punkter för engångsinsättningar och 35 räntepunkter för månadssparande. Marginalen ska täcka kostnaderna för produkten samt generera en kostnadsbesparing mot alternativ upplåning.

För hela utvärderingsperioden bidrog Riksgäldsspar till en kostnadsbesparing på 80 miljoner kronor. Knappt halva beloppet hänförs till 2009, då inlåningsvolymerna var stora till följd av rekordstora insättningar i samband med finanskrisen och misstron mot banksystemet hösten 2008. Under hösten 2009 uppkom motsvarande stora utflöden. Under 2009 och 2010 minskade inlåningen i Riksgäldsspar med 10 respektive 6 miljarder kronor per år. Utflödet var en rekyl på de mycket stora insättningarna under 2008 och förstärktes av fallande räntor och

återfått förtroende för banksystemet. Under åren 2011–2013 var nettoutflödet från Riksgäldsspar omkring 3,5 miljarder kronor per år.

I maj 2013 beslutade Riksgäldskontorets styrelse att avveckla Riksgäldsspar under 2015. Anledningen är att den ökade konkurrensen på sparmarknaden gör det omöjligt att på sikt bibehålla tillräcklig lönsamhet.

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 758 miljoner kronor lägre än om motsvarande upplåning finansierats på institutionsmarknaden. Av resultatet bidrog Premieobligationer med 678 miljoner kronor och Riksgäldsspar med 80 miljoner kronor. Riksgäldskontoret har därmed uppnått den kvantitativa målsättningen för upplåningen på privatmarknaden. Regeringen noterar att Riksgäldsspar av lönsamhetsskäl kommer att avvecklas under 2015.

6 Den externa granskningsrapporten och regeringens kommentarer till den

Skr. 2013/14:196

Sammanfattning: Ekonomistyrningsverket (ESV), som genomfört den externa granskningen, bedömer att regeringens förändringar av löptidsriktlinjerna medfört att styrsystemet blivit mer flexibelt och lätthanterligt för Riksgäldskontoret. I förlängningen kan detta på marginalen leda till lägre kostnader. Volymriktmärket för nominella obligationer i kronor med mer än tolv år till förfall bedöms dock begränsa refinansieringsrisken i liten omfattning i förhållande till kostnaden för att uppnå riktmärket. Regeringens menar att volymriktvärdet ska betraktas som långsiktigt, vilket även förtydligats i riktlinjebeslutet för 2014. I perioder när riktmärket inte kan följas utan betydande merkostnader är det utifrån det statsskuldspolitiska målet inte motiverat att emittera ytterligare långa obligationer, vilket Riksgäldskontoret inte heller gjort.

ESV bedömer att Riksgäldskontoret uppfyller målsättningen om en kostnadseffektiv förvaltning av statsskulden även om målformuleringen inte möjliggör en kvantitativ utvärdering.

ESV bedömer att det är tveksamt om det vore ändamålsenligt att sänka den rörliga ersättningen och höja den fasta ersättningen till de externa förvaltarna. Regeringen delar denna bedömning och vill samtidigt betona att ersättningsvillkoren till de externa förvaltarna bör vara utformade på ett sådant sätt att de uppmuntrar långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk samtidigt som de präglas av måttfullhet. Regeringen anser att det bör delegeras till Riksgäldskontoret att fatta beslut om att fastställa ersättningsvillkoren till de externa förvaltarna.

Bakgrund

Regeringen har sedan 2008 års utvärderingsskrivelse anlitat externt stöd i utvärderingen av statsskuldförvaltningen. Den externa granskningen utgör ett komplement till regeringens egen utvärdering och syftar till att ge ett bredare underlagsmaterial samt en djupare analys av några enskilda frågeställningar. Utvärderingen och de framåtblickande analysuppdragen ska också vara en vägledning inför framtida beslut om statsskuldspolitiken.

Årets externa granskning har genomförts av Ekonomistyrningsverket (ESV). Utvärderingsuppdraget gavs i myndighetens regleringsbrev för 2013 och 2014. Uppdraget sammanfattas i de fyra punkterna nedan:

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under åren 2009–2013 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera de rörliga ersättningarna till de externa förvaltarna samt analysera om ersättningsmodellen är ändamålsenligt i förhållande till målet för statsskuldspolitiken (kostnadsminimering med beaktande av risk).

- Analyserar huruvida Riksgäldskontorets förslag avseende styrning av valutaskulden är ändamålsenlig i förhållande till målet för statsskuldspolitiken. Det är också önskvärt att en analys görs av hur Riksgäldskontorets positionsverksamhet förhåller sig till nämnda förslag.

Utgångspunkten för granskningen är det övergripande målet för statsskuldspolitiken: att statens skuld ska förvaltas så att kostnaderna för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas (5 § 5 kap. budgetlagen). Utvärderingen bör främst göras på grundval av den information som fanns tillgänglig vid beslutstillfällena. Utvärderingsrapporten och uppdragsbeskrivningen finns i *bilagan*.

ESV:s utvärderingsrapport

I ESV:s utvärderingsrapport konstateras att den yttre ramen för statsskuldspolitiken utgörs av den förda ekonomiska politiken, utvecklingen i världsekonomin och den svenska ekonomin. Ytterligare faktorer som är kopplade till den yttre ramen är inflationstakten, inflationsutsikterna och penningpolitikens utformning. Storleken på statsskulden och budgetunderskottet har en avgörande betydelse för hur höga räntekostnaderna på statsskulden blir. Det yttre ramverket har störst betydelse för hur upplåningskostnaderna utvecklas, medan regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets tillämpning av dessa har en mer begränsad påverkan.

ESV:s granskning visar att den svenska statsskuldens utveckling mellan 2009 och 2013 stått sig väl jämfört med andra länder. Mellan dessa år har den svenska statsskulden som andel av BNP minskat med två procentenheter, medan statsskulden i euroområdet ökat med 15 procentenheter (Maastrichtdefinitionen). Vid 2013 års slut uppgick statsskuldkvoten för Sveriges del till 41 procent och till 95 procent för euroområdet (preliminära utfall). Sveriges goda statsfinansiella läge före finanskrisen har bidragit till att finanskrisens effekter kunnat motverkas bättre i Sverige än i många jämförbara länder. Sverige har inte behövt föra en åtstramande finanspolitik under senare år, vilket har bidragit till att tillväxten varit betydligt högre i Sverige än för OECD-länderna i genomsnitt. Under åren av finans- och skuldoro har de solida svenska statsfinanserna gynnat Sverige. Investeringarna har sökt sig till säkra placeringar vilket medfört att svenska upplåningsräntor varit historiskt låga, även om de börjat stiga i takt med att oron för de mest utsatta länderna i euroområdet minskat och investeringarna blivit mer riskvilliga.

Statsskuldens sammansättning

ESV konstaterar att Riksgäldskontoret generellt har följt regeringens riktlinjer för skuldandelar. Under 2012 var den reala skuldens andel aningen högre än den målsatta nivån på 25 procent, medan den under 2013 var 24,2 procent, dvs. lite under målnivån. Vid utgången av 2013 var den reala skuldens andel 23,2 procent. ESV konstaterar att den reala skuldens andel alltid tenderar att minska i december, eftersom det totala lånebehovet är mycket högt i slutet av varje år. Det medför att det inte är rimligt att eftersträva att nå riktlinjemålet vid varje tidpunkt.

ESV konstaterar att andelen valutaskuld har legat på eller strax under riktvärdet på 15 procent under 2012 och 2013, förutom mot slutet av 2013 då riktvärdet överskreds. Runt riktvärdet tillämpas ett styrintervall på ± 2 procentenheter.

Statsskuldens löptid

Regeringens riktlinje för valutaskuldens löptid har varit 0,125 år under hela utvärderingsperioden. ESV konstaterar att löptiden i valutaskulden har legat nära men något under målet under hela perioden. För den reala skuldens löptid har regeringens riktlinje varit 7–10 år under 2012 och 2013. ESV konstaterar att den faktiska löptiden för den reala skulden minskat, men hållit sig inom det angivna intervallet nämnda år. Vidare noteras att om nuvarande riktlinje behålls kommer upplåningen i långa reala obligationer att behöva ökas framöver.

Regeringens riktlinje för instrument i nominella kronor med löptid upp till tolv år har varit 2,7–3,2 år under 2012 och 2013. ESV konstaterar att löptiden har legat inom styrintervall, utom under inledningen av 2013.

I den externa granskningen till utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning 2005–2009 angavs att styrsystemet i vissa lägen riskerade att bli onödigt stelt. Regeringen gavs därför rekommendationen att överväga att ge Riksgäldskontoret ett större manöverutrymme i riktlinjerna. I riktlinjerna för 2011 införde regeringen ett intervall för löptidsstyrningen av den reala kronskulden. På liknande sätt infördes, i riktlinjerna för 2012, ett intervall för löptidsstyrningen av den nominella kronskulden med löptider till och med tolv år. ESV anser att de genomförda förändringarna i löptidsstyrningen är i linje med den tidigare rekommendationen och förbättrar förutsättningarna för Riksgäldskontoret att minimera kostnaderna samtidigt som regeringen fortfarande beslutar om ramarna för statsskuldens förvaltning. Beslutet att löptiden för de olika skuldslagen temporärt får avvika från riktlinjerna är ytterligare ett sätt att öka flexibiliteten i statsskuldförvaltningen och undanröjer risken för att Riksgäldskontoret tvingas genomföra kortsiktiga temporära åtgärder som kan fördyra förvaltningen enkom för att uppnå riktlinjerna på daglig basis. ESV anser sammanfattningsvis att regeringens förändringar av riktlinjerna för löptiden medför att styrsystemet blir mer flexibelt och lätthanterligt för Riksgäldskontoret, vilket i förlängningen på marginalen kan leda till lägre kostnader.

Långa nominella kronobligationer

ESV har utvärderat styrningen och tillämpningen av riktlinjerna för nominella kronobligationer med mer än tolv år till förfall. Som tidigare redovisats infördes i riktlinjerna för 2012 ett riktvärde på 60 miljarder kronor för nominella kronobligationer med mer än tolv år till förfall. I riktlinjerna för 2013 höjdes riktvärdet till 70 miljarder kronor. Under 2010 och 2011 tillämpades ett tak för att styra nämnda volymer. Motiveringen till att öka volymen långa obligationer var att regeringen ville sprida statsskuldens förfall över en längre tidsperiod mot bakgrund av de erfarenheter andra europeiska länder gjort beträffande refinansiering av sin statsskuld.

Inledningsvis konstaterar granskaren att ca 80 procent av upplåningen i nominella kronobligationer sker på tio år. Att låna på 20 år i stället för på

tio år innebär att refinansieringsrisken minskas genom att beloppet inte behöver lånas upp en gång till om tio år. Mot den reducerade refinansieringsrisken kan kostnaden av att låna längre ut på avkastningskurvan vägas. Som utgångspunkt för ESV:s beräkningar har räntan på den då 27,5 år långa statsobligationen under perioden juli – oktober 2011 använts (riktlinjebeslutet för 2012 fattades den 10 november 2011). Under nämnda period var räntan på den 27,5 år långa statsobligationen 51 baspunkter högre än på den tioåriga statsobligationen. Vid ett antagande om att avkastningskurvan bortom tio år har en rak positiv lutning, innebär det att räntan är 30 baspunkter högre för en 20-årig statsobligation och 60 punkter högre för en 30-årig statsobligation, jämfört med den tioåriga statsobligationen. I beräkningarna antas dessa ränteskillnader vara konstanta över hela lånens löptid. Det har inte tagits hänsyn till att avkastningskurvans lutning kan påverkas av att utbudet på riktigt långa obligationer ökar. ESV menar att en sådan utveckling skulle vara sannolik och att den i så fall skulle öka kostnaden för den långa upplåningen.

ESV:s beräkningar pekar på att merkostnaden för att reducera refinansieringsrisken, genom att under 2012 ta upp ett 20-årigt lån i stället för ett tioårigt lån och sedan finansiera detta vid förfallet om tio år, skulle bli knappt 1,2 miljarder kronor om den målsatta nivån på 60 miljarder kronor skulle nås. Motsvarande merkostnad för ett 30-årigt lån skulle bli drygt 3,5 miljarder kronor. Om den målsatta nivån på 70 miljarder kronor, som beslutades i riktlinjerna för 2013, skulle nås pekar beräkningarna på ytterligare merkostnader med 700 miljoner kronor om beloppet finansierats med 20-åriga statsobligationer och 2,1 miljarder kronor om finansieringen gjorts i 30-åriga statsobligationer.

ESV konstaterar att Riksgäldskontoret inte uppfyllt de nämnda riktvärdena för 2012 och 2013. Under 2012 ökade Riksgäldskontoret volymen riktigt långa obligationer från 41 till 53 miljarder kronor. Under 2013 gjordes inga ytterligare emissioner i de riktigt långa obligationerna. ESV har, med tidigare nämnda antaganden, beräknat merkostnaden för Riksgäldskontorets ökade volymer på 13 miljarder kronor, dvs. från november 2011 när riktlinjebeslutet för 2012 fattades. Beräkningarna pekar på att upplåningskostnaden under hela lånens löptid ökar med 935 miljoner kronor, jämfört med om upplåningen gjorts i tioåriga obligationer. Riksgäldskontoret anger att man av kostnadsskäl inte emitterat större volymer i de längsta obligationerna. ESV har diskuterat frågan med marknadsaktörerna som delar bedömningen. I diskussionerna anges att förändringar i regelsystemet avseende Finansinspektionens diskonteringsränta för försäkringsbolagen har gjort att efterfrågan på de längsta obligationerna minskat markant samt att detta skulle ha gjort det besvärligt för Riksgäldskontoret att öka utbudet i de längre segmenten utan märkbara pris effekter.

ESV:s bedömer att merkostnaden för att ge ut riktigt långa obligationer är betydande när man beaktar hur lite reduktion av refinansieringsrisken som operationen medför. ESV menar att det finns betydligt effektivare metoder, som Riksgäldskontoret redan applicerar, för att hantera refinansieringsrisken. Frågan om huruvida detta faktum berättigar Riksgäldskontoret att avstå från-regeringens riktlinjer ställs. Avslutningsvis skriver ESV att målkonflikten mellan

kostnadsminimering och regeringens riktlinjer kan sägas möjliggjort för Riksgäldskontoret att välja vilket mål/riktlinje de skulle följa – att uppfylla bägge var, enligt ESV, inte en reell möjlighet.

Regeringens kommentar: Volymriktmärket för nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall ska betraktas som långsiktigt, vilket gjorts tydligt i riktlinjerna för 2014. I perioder när riktmärket inte kan efterlevas utan betydande merkostnader är det utifrån det statsskuldspolitiska målet inte motiverat att emittera ytterligare långa obligationer. Regeringen poängterar dock att Riksgäldskontoret liksom tidigare-löpande informerar 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 ska även beakta den statsfinansiella utvecklingen på så sätt att en kraftig ökning av lånebehovet kan motivera större emissioner av långa obligationer.

Marknadsvård

I riktlinjerna fastställs att Riksgäldskontoret genom marknads- och skuldvard ska bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.

ESV har granskat hur Riksgäldskontoret sköter sina marknadsvårdande insatser. Som underlag för granskningen har enskilda möten med marknadsaktörer och med Penningmarknadsrådet hållits. ESV har även analyserat de undersökningar som TNS SIFO Prospera genomfört på Riksgäldskontorets uppdrag. ESV:s bedömning är att Riksgäldskontoret uppfyller målsättningen om en kostnadseffektiv förvaltning av statsskulden även om målformuleringen inte möjliggör en kvantitativ utvärdering. Marknadsaktörerna ger Riksgäldskontoret ett gott omdöme för deras marknadsvård och för deras lyhörddhet och transparens.

Kostnaden för extern förvaltning

I samband med utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning 2007–2011 utvärderades provisionskostnaderna specifikt av den externa granskaren. Resultatet av utvärderingen var att anslagen för provisionskostnader och räntekostnader ska ses i ett sammanhang.- Riksdagen delar regeringens bedömning att den nuvarande ordningen väl tjänar syftet att minimera kostnaden för statsskulden (se bet. 2012/13:FiU4). Med utgångspunkt i utvärderingen framförs i finansutskottets betänkande att det kan finnas anledning för regeringen att undersöka möjligheterna att reducera de rörliga ersättningarna till de externa förvaltarna. Mot denna bakgrund gavs ESV i uppdrag att utvärdera de rörliga ersättningarna till de externa förvaltarna samt att analysera om ersättningsmodellen är ändamålsenligt i förhållande till målet för statsskuldspolitiken (kostnadsminimering med beaktande av risk).

ESV:s slutsats är att Riksgäldskontorets ersättning till de externa förvaltarna tycks vara i linje med vad en attraktiv kund kan förväntas betala. Det faktum att förvaltare nekat att ta uppdrag av Riksgäldskontoret med hänvisning till ersättningsvillkoren talar för att

villkoren är rimligt avvägda. Den rörliga ersättningen skulle dock kunna sänkas genom att den fasta ersättningen höjs. ESV menar dock att det är osäkert om det skulle vara ändamålsenligt. En fast avgift förändrar förvaltarens incitamentsstruktur, vilket kan påverka nettoresultatet för den externa förvaltningen. En allt för stark fokusering på de rörliga avgifterna kan därför vara negativ.

Regeringens kommentar: Regeringen anser att ESV genomfört en grundlig genomgång av de rörliga ersättningarna till de externa förvaltarna. ESV:s resonerande slutsatser bedöms som rimliga och regeringen delar bedömningen att det är osäkert om det vore ändamålsenligt att sänka den rörliga ersättningen och höja den fasta. Regeringen vill betona att ersättningsvillkoren till de externa förvaltarna bör vara utformade på ett sådant sätt att det uppmuntrar till långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk samtidigt som det präglas av måttfullhet. Beslut om att fastställa ersättningsvillkoren för de externa förvaltarna bör dock, på samma sätt som att fördela riskmandaten inom positionsverksamheten, vara delegerat till Riksgäldskontoret.

Styrningen av valutaskuldens andel

Ett av uppdragen till ESV var att analysera huruvida Riksgäldskontorets förslag avseende styrning av valutaskulden är ändamålsenlig i förhållande till målet för statsskuldspolitiken.⁶ I samband med uppdraget var det även önskvärt att erhålla en analys av hur Riksgäldskontorets positionsverksamhet förhåller sig till nämnda förslag.

ESV avstyrker ett system där riktlinjerna för valutaandelen sätts som ett tak. Transparens, förutsägbarhet och risk för sammanblandning med penningpolitiken talar mot att andelen valutalån ska variera i takt med Riksgäldskontorets syn på valutarisken. Teoretiska skäl snarare än oro för den praktiska utformningen ligger till grund för ställningstagandet. ESV menar att detta dock inte är ett hinder för att överväga att ändra riktlinjen för valutaandelen. En mindre förändring skapar inte samma teoretiska problem samtidigt som den praktiska utformningen inte påverkas nämnvärt. ESV menar att en möjlig utväg skulle kunna vara att utöka dagens intervall på ± 2 procentenheter till ± 4 procentenheter.

Regeringens kommentar: Regeringen har tagit del av ESV:s analys av Riksgäldskontorets förslag avseende styrningen av valutaskulden. Underlaget kommer att vägas in inom ramen för den ordinarie riktlinjeprocessen tillsammans med kommande ställningstagande till förslagen i betänkandet från utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (SOU 2013:9) och övrig analys av frågan.

⁶ Förslaget lämnades i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer 2014–2017 (Fi2013/3491).

Regeringsuppdrag

Rapport

Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2009–2013

2014:15



**ESV:s rapporter innehåller regeringsuppdrag,
uppdrag från myndigheter och andra instanser
eller egeninitierade utredningar.**

Publikationen kan laddas ner som pdf-fil
eller beställas från www.esv.se

Datum: 2014-02-27
Dnr: 3.10-260/2014
ESV-nr: 2014:15
Copyright: ESV
Rapportansvarig: Jörgen Appelgren

Förord

Uppdraget

Finansdepartementets uppdrag till ESV avseende en extern granskning av stats-
skuldspolitiken kan sammanfattas i fyra punkter:

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under åren 2009 – 2013 har varit utformade i enlighet med det stats-
skuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes
med utgångspunkt i det statskuldspolitiska målet.
- Utvärdera de rörliga ersättningarna till de externa förvaltarna samt analysera om
ersättningsmodellen är ändamålsenlig i förhållande till målet för statskuldspo-
litiken (kostnadsminimering med beaktande av risk).
- Analysera huruvida Riksgäldskontorets förslag avseende styrning av valutaskul-
den är ändamålsenlig i förhållande till målet för statskuldspolitiken. Det är
också önskvärt att en analys görs av hur Riksgäldskontorets positionsverksam-
het förhåller sig till nämnda förslag.

Uppdragsbeskrivningen i sin helhet återfinns i bilaga 1.

I detta ärende har generaldirektör Mats Wikström beslutat. Utredare Jörgen Appel-
gren har varit föredragande. I den slutgiltiga handläggningen har också avdelnings-
chef Matts Karlson deltagit.

Innehåll

Förord	3
Uppdraget.....	3
1 Sammanfattning	5
Högt pris på att minska refinansieringsrisken	5
Minskat risktagande.....	5
Ändrad styrning av andelen valutalån	6
Riksgäldens tillämpning	7
Kostnaden för extern förvaltning	7
2 Yttre ram	9
3 Regeringens riktlinjeändringar för statskuldens förvaltning	11
3.1 Ändrat riktvärde för riktigt långa statsobligationer	11
3.2 Ökad uppmärksamhet på refinansieringsrisken	13
3.3 Löptiden – ökad flexibilitet	15
3.4 Minskat mandat för strategiska positioner	16
3.5 Positionstagandets mandat regleras av regeringen	18
3.6 Ökad tydlighet	18
3.7 Slutsatser	18
4 Valutaskuldens andel	20
4.1 Bakgrund.....	20
4.2 Ny syn på kostnadsfördelarna.....	21
4.3 Valutarörelser dominerar	22
4.4 Principiell diskussion	24
4.5 Verklighetsbaserad diskussion.....	26
4.6 Flexibilitet och kostnadsminimering.....	28
4.7 Slutsatser	29
5 Riksgäldens tillämpning	31
5.1 Statskuldens sammansättning och löptid	31
5.2 Marknadsvärd	33
5.3 Slutsatser	35
6 Kostnaden för extern förvaltning	36
6.1 Nuvarande upplägg	36
6.2 Allmänt om kostnader för extern förvaltning	38
6.3 Utvärdering av Riksgäldens kostnader.....	38
6.4 Alternativa vägar att sänka den rörliga ersättningen	40
6.5 Slutsatser	41
Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning	43

1 Sammanfattning

Det övergripande målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaderna för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen ska beaktas. Regeringen sätter ramarna vad gäller avvägningen mellan risk och kostnad genom att bestämma riktlinjer för främst skuldandelar och dess löptid.

Högt pris på att minska refinansieringsrisken

Riktlinjerna för åren 2012–2013 förändrades i syfte att minska refinansieringsrisken. Regeringen ville sprida statsskuldens förfall över en längre tidsperiod mot bakgrunden av de erfarenheter andra europeiska länder gjort beträffande refinansiering av sin statsskuld. Riktlinjen för volymen riktigt långa statsobligationer (med en löptid över 12 år) ändrades från ett takbelopp till ett riktvärde på 60 miljarder kronor för 2012. Året därpå höjdes riktvärdet till 70 miljarder kronor. Dessa riktvärden skulle, om Riksgälden följt dem fullt ut, ha höjt räntekostnaderna för lånens löptid med 1,8–5,5 miljarder kronor jämfört med att låna till den normala löptiden på 10 år.

Regeringen uppmanade vidare Riksgälden i riktlinjebeslutet att beakta refinansieringsrisken på ett allmänt plan. Detta är emellertid ett naturligt inslag i skuldförvaltningen och refinansieringsrisken beaktades redan. Regeringens riktlinjer om ökad volym av riktigt långa obligationer innebär att refinansieringsrisken om 10 år minskar. Det är bortom den tidshorisont som normalt beaktas vid en analys av refinansieringsrisker.

ESV konstaterar att regeringen satt ett högt värde på att reducera refinansieringsrisken. Riksgäldens upplåningsmetoder, med löpande upplåning, innebär att lånen ofta är helt finansierade när de förfaller. En del av erfarenheterna från andra europeiska länder kan därför inte överföras rakt av på svenska förhållanden.

ESV:s samlade bedömning är att riktlinjerna för riktigt långa obligationer medför betydande merkostnader för statsskuldförvaltningen vilket ska vägas mot en mycket begränsad reduktion av refinansieringsrisken.

Minskat risktagande

Regeringen har valt att minska mandaten för Riksgäldens positionstagning. Det historiska utfallet visar att positionstagandet givit ett betydande överskott, nio miljarder kronor under den senaste femårsperioden. Men det finns en risk att utfallet kan bli negativt vilket innebär att skattebetalarna får stå för notan.

Det är naturligt att regeringen sätter ramar för Riksgäldens verksamhet. En svårbedömd fråga är om neddragningen beror på den politiska risken som hänger samman med ett tänkbart negativt utfall. Det kan konstateras att den politiska risken kan öka ifall Riksgälden slår i taket för sin positionstagning och, som var fallet 2009, begär utökat utrymme av regeringen. Regeringen blir då direkt ansvarig för placeringen snarare än Riksgälden. Om regeringen lägger stor vikt vid den politiska risken finns det en uppenbar fara för att detta blir till förfång för utfallet av Riksgäldens positionstagande och i slutändan för skattebetalarna.

Ändrad styrning av andelen valutalån

Riksgälden har föreslagit att riktlinjen för valutaandelen, som idag utgörs av ett riktvärde på 15 procent, framöver skulle ersättas med ett tak. Utifrån målet om kostnadsminimering borde förväntade kostnader då styra valutaandelen snarare än en exakt procentsiffra. Eftersom kronans utveckling blir den viktigaste faktorn i bedömningen av den förväntade vinsten av att ha skuld i utländsk valuta så skulle variationen i valutaandelen i stor utsträckning bestämmas av Riksgäldens syn på kronans långsiktiga utveckling. Ur ett teoretiskt perspektiv skulle detta innebära att om Riksgälden bedömer att kronan kommer att försvagas bör valutaandelen minska.

Riksgälden är emellertid en tillräckligt stor aktör för att kunna påverka prissättningen. Det skulle därför kunna påverka förtroendet för såväl Riksgälden som för den svenska marknaden om Riksgälden lät valutaandelen variera utifrån sin valutasynt.

Vidare skulle det ge en stark signaleffekt om en svensk myndighet investerar på sin tro om kronans utveckling, inte minst om utgångspunkten är att kronan ska försvagas. Det finns en icke oväsentlig risk att det uppstår en sammanblandning mellan Riksgäldens roll och penningpolitiken vilket i förlängningen skulle kunna bli ett tvisteämne mellan Riksgälden och Riksbanken.

Transparens, förutsägbarhet och risk för sammanblandning med penningpolitiken talar således mot att andelen valutalån ska variera i takt med Riksgäldens syn på valutarisken. Argumentet för är möjligheten att sänka kostnaden för statsskuldens förvaltning.

Mot den bakgrunden avstyrker ESV ett system där riktlinjerna för valutaandelen sätts som ett tak. Teoretiska skäl snarare än oro för den praktiska utformningen ligger till grund för ESV:s ställningstagande.

Riksgäldens tillämpning

Riksgälden har uppfyllt alla riktlinjer utom en, volymen för riktigt långa obligationer. Deras förklaring är att efterfrågan var svag efter att Finansinspektionen annonserade nya regler för livbolagens diskonteringsränta och att det därför hade blivit en dyr upplåning.

ESV:s bedömning är att merkostnaden för att ge ut riktigt långa obligationer är betydande i jämförelse med hur liten reduktion av refinansieringsrisken som operationen medför. Det finns betydligt effektivare metoder, som Riksgälden redan applicerar, för att hantera refinansieringsrisken. En svårare fråga är huruvida detta faktum berättigar att Riksgälden avstår ifrån att följa regeringens riktlinjer. Målkonflikten mellan kostnadsminimering och regeringens riktlinjer kan sägas möjliggjort för Riksgälden att välja vilket mål/riktlinje de skulle följa – att uppfylla bägge var inte en reell möjlighet. Det kan i sammanhanget noteras att riktlinjen för riktigt långa obligationer är omskriven för 2014 så att det är ett långsiktigt mål på nå 70 miljarder kronor i volym. Därmed bryter inte Riksgälden längre mot riktlinjen.

En samlad bedömning är att Riksgälden uppfyller målsättningen om en kostnads-effektiv förvaltning av statsskulden även om målformuleringen inte möjliggör en kvantitativ utvärdering. Marknadsaktörerna ger Riksgälden ett gott omdöme för deras marknadsvärd och för deras lyhörighet och transparens.

Kostnaden för extern förvaltning

Finansutskottet har angett att det kan finnas anledning för regeringen att undersöka möjligheterna att reducera de rörliga ersättningarna som Riksgälden betalar till de externa förvaltarna. Idag betalar Riksgälden en rörlig ersättning på 20 procent av all avkastning över 20 punkter per år. Under den senaste tioårsperioden har Riksgäldens fasta avgifter uppgått till 94 miljoner kronor medan de rörliga varit 112 miljoner kronor. Under normala år är den rörliga ersättningen begränsad, 90 procent utgick under 2008–2010 i samband med finanskrisen då marknadsvärderingarna varierade kraftigt.

ESV konstaterar att Riksgäldens ersättning till de externa förvaltarna tycks vara i linje med vad en attraktiv kund kan förväntas få betala. Det är naturligtvis möjligt att sänka den rörliga ersättningen genom att höja den fasta ersättningen. Det är dock osäkert om det är ändamålsenligt. Med dagens system utfaller den rörliga ersättningen bara när förvaltarna presterar en bit högre än den historiska avkastningen. Det innebär att den rörliga ersättningen bara utgår när förvaltningen givit ett gott resultat, d.v.s. i slutändan sänkt kostnaden för skattebetalarna. En fast avgift förändrar förvaltarens incitamentstruktur vilket kan påverka nettoresultatet för den externa förvaltningen i negativ riktning.

SAMMANFATTNING

En möjlig väg är att, liksom Norges Bank Investment Management, sätta ett tak på den rörliga ersättningen. I ren teknisk bemärkelse skulle ett sådant tak ha sänkt den rörliga ersättningen med 60 procent under den senaste tioårsperioden. Det finns dock en betydande risk att förvaltarna ändrar sitt beteende om det finns tak för ersättningen och att nettot riskerar att bli negativt för Riksgälden.

2 Yttre ram

Den förda ekonomiska politiken under en längre tid, utvecklingen i världsekonomin och i den svenska ekonomin utgör en yttre ram för statsskuld förvaltningen. Andra faktorer som är kopplade till den yttre ramen är inflationstakten, inflationsutsikterna och penningpolitikens utformning. Av avgörande betydelse för hur höga räntekostnaderna blir är storleken på statsskulden.

Sverige skapade ett starkt regelverk för de offentliga finanserna efter budgetsaneringen på 1990-talet. Överskottsmålet och utgiftstaket är grundpelarna i det regelverket. Genom att följa detta regelverk, inte minst genom att acceptera stora överskott under högkonjunkturer, har Sverige minskat statsskulden och därigenom både direkt och indirekt sänkt sina kostnader för statsskulden markant. År 1998 uppgick räntekostnaden för statsskulden till 5,6 procent av BNP. Under 2013 hade andelen sjunkit till mindre än en halv procent, låt vara att utfallet det året gynnades av att den starka kronan bidrog till betydande valutavinster, cirka nio miljarder kronor.

Det kan i sammanhanget noteras att det offentliga sparandet i Sverige har försämrats en aning sedan 2009 när finanskrisen var som djupast, se tabell 1. Alla övriga länder/regioner i tabellen stärkte sitt offentliga sparande under samma period. De länder som drabbades av stora budgetunderskott under finanskrisen har tvingats föra en åtstramande finanspolitik och hade i många fall klart lägre budgetunderskott 2013 än 2009. I länder med bättre ordning i statsfinanserna i utgångsläget, t.ex. Danmark och Finland, är förstärkningen mer begränsad men de allra flesta länder inom OECD redovisar en tydlig förbättring av den offentliga sektorns finansiella sparande mellan 2009 och 2013. Sverige tillhör en liten minoritet som redovisar en försämring av det offentliga sparandet.

Det faktum att Sverige inte behövt föra en åtstramande finanspolitik under senare år har bidragit till att tillväxten varit betydligt högre i Sverige än för OECD-länderna i genomsnitt. Sedan 2009 har Sveriges BNP stigit med 12 procent medan euroområdets respektive OECD:s tillväxt uppgick till 2,5 procent och 8 procent under samma period. Sveriges goda statsfinansiella läge innan finanskrisen slog till har således bidragit till att finanskrisens effekter kunnat motverkas bättre i Sverige än i många andra länder.

Tabell 1. Statsfinanserna i några utvalda länder och regioner

	Offentligt finansiellt sparande som andel av BNP			Statsskuld (Maastrichtdefinition) som andel av BNP		
	2009	2013	Förändring	2009	2013	Förändring
Sverige	-1,0	-1,4	-0,4	43	41	-2
Danmark	-2,8	-1,5	1,3	41	45	4
Finland	-2,7	-2,5	0,2	44	56	12
USA*	-12,8	-6,5	6,3	86	104	18
Euroområdet	-6,4	-2,9	3,5	80	95	15
Tyskland	-3,1	0,1	3,2	75	79	4
Storbritannien	-11,2	-6,9	4,3	67	92	25
Spanien	-11,1	-6,7	4,4	54	93	39
Irland	-13,7	-7,4	6,3	64	122	58

Källa: OECD Economic Outlook, december 2013. *Bruttoskuld

När det gäller statsskuldens utveckling mellan 2009 och 2013 står sig Sverige väl jämfört med andra länder. Som andel av BNP var statsskuden förra året antingen lägre än under finanskrisens värsta år.¹ För länder i vår närhet med relativt goda statsfinansierade ökade statsskuldskvoten med 5-10 procentenheter under perioden. Bland de mer utsatta länderna ökade kvoten betydligt mer och såväl euroområdet som USA har i dag en statsskuldskvot som är mer än dubbelt så hög som den svenska. Den goda svenska utvecklingen av statsskuldskvoten beror främst på lägre budgetunderskott än i andra länder men en starkare tillväxt har också bidragit.

De solida svenska statsfinanserna har gynnat Sverige under åren av finans- och skuldoro i euroområdet. Investerarna har sökt sig till säkra placeringar vilket medfört att svenska upplåningsräntor varit historiskt låga även om de har börjat stiga i takt med att oron för de mest utsatta länderna i euroområdet minskat och investerarna blivit mer riskvilliga.

Det är det yttre ramverket och de makroekonomiska förutsättningarna som har störst betydelse för hur upplåningskostnaderna utvecklas medan regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning och Riksgäldens tillämpning av dessa har en mer begränsad påverkan.

¹ Utvecklingen har påverkats av att Riksgälden lånade upp motsvarande drygt 100 miljarder kronor under 2013 för Riksbankens räkning. Å andra sidan har staten privatiserat egendom för 65 miljarder kronor under 2010-13 vilket bidragit till att sänka statsskuden. Summan av dessa tillfälliga poster innebär att statsskuldskvoten för 2013 har ökat med ungefär en procentenhet.

3 Regeringens riktlinjeändringar för stats- skuldens förvaltning

I detta avsnitt görs en genomgång och utvärdering av de förändringar som regeringen genomfört i riktlinjerna för statsskuldens förvaltning för 2012 respektive 2013.

3.1 Ändrat riktvärde för riktigt långa statsobligationer

Regeringen införde för 2012 ett riktvärde på 60 miljarder kronor för löptider i nominella kronobligationer längre än tolv år. Tidigare fanns det ett tak på 65 miljarder kronor för riktigt långa statsobligationer. Motiveringen var att regeringen vill sprida statsskuldens förfall över en längre tidsperiod mot bakgrunden av de erfarenheter andra europeiska länder gjort beträffande refinansiering av sin statsskuld. Att utnyttja det låga ränteläget för att säkra en långsiktigt låg finansieringskostnad var däremot inget motiv. Den normala arbetsfördelningen innebär att det är Riksgälden som tar beslut om hur bedömningar av ränteutvecklingen ska påverka förvaltningen av statsskuden.²

Beslutet innebär att Riksgälden behövde utöka upplåningen av riktigt långa statsobligationer med 18,75 miljarder kronor för att nå riktmärket på 60 miljarder kronor. Sedan beslutet har Riksgälden dock endast ökat upplåningen av riktigt långa obligationer med 13 miljarder kronor.

En stor del, cirka 80 procent, av upplåningen av nominella statsobligationer sker på 10 år. Att låna på 20 år istället för på 10 år innebär således att refinansieringsrisken minskas genom att beloppet inte behöver lånas upp en gång till om 10 år. Den reducerade refinansieringsrisken kan då vägas mot kostnaden för att låna längre ut på avkastningskurvan. Under perioden juli-oktober 2011, d.v.s. perioden innan regeringen den 10 november 2011 tog beslutet om riktlinjerna för statsskuden 2012, var räntan för den då 27,5-åriga statsobligationen 51 punkter högre än räntan på den 10-åriga statsobligationen. Givet ett antagande om en rak avkastningskurva bortom 10 år innebär det att räntan var 30 punkter högre för en 20-årig statsobligation och 60 punkter högre för en 30-årig obligation än för den 10-åriga motsvarigheten. Detta antagande har använts i beräkningarna nedan. Ingen hänsyn har tagits till möjligheten att avkastningskurvans lutning kan påverkas av att utbudet av riktigt långa obligationer ökar. En sådan utveckling, som bedöms som sannolik, skulle medföra att merkostnaden blir högre än i tabellen nedan.

² Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2013.

Det här innebär att merkostnaden, givet ett antagande att räntenivån är konstant över tiden,³ för att reducera refinansieringsrisken genom att ta upp ett 20-årigt lån istället för ett 10-årigt lån 2012 och sedan finansiera detta vid förfallet om 10 år skulle bli drygt 1,1 miljarder kronor om den målsatta nivån skulle nås. Motsvarande merkostnad för ett 30-årigt lån skulle bli närmare 3,4 miljarder kronor. Tittar vi på Riksgäldens faktiska upplåning av riktigt långa statsobligationer, d.v.s. ett 20-årigt lån på 11 miljarder kronor och 2 miljarder kronor på ett 27 årigt lån, så uppgår merkostnaden jämfört med ett 10-årigt lån till drygt 900 miljoner kronor.⁴

Tabell 2. Merkostnad under lånens löptid, miljoner kronor

Upplåningsnivå	20-årigt lån	30-årigt lån
Faktisk, 13 mdr		935
Målsatt, 18,75 mdr	1125	3375

Källa: Egna beräkningar

Beräkningarna ovan bygger på ett antagande om att Riksgälden inte skulle ha ökat upplåningen av långa obligationer om inte riktvärdet ändrats. Enligt uppgift från Riksgälden är det antagandet rimligt.⁵

Sammantaget blir det ganska stora belopp för att reducera refinansieringsrisken om 10 år respektive om 20 år. Som Riksgälden påpekat är refinansieringsrisken om 10 år bortom den tidshorisont som normalt beaktas vid en analys av refinansieringsrisker.⁶ Samtidigt kan det konstateras att den föreslagna höjningen av volymen riktigt långa obligationer, från 41 till 60 miljarder kronor, har ganska begränsad inverkan på refinansieringsriskerna då det totala bruttoupplåningsbehovet vanligtvis är ganska stort. Hur stort bruttoupplåningsbehovet är om tio år vet vi inte men under såväl 2012 som 2013 uppgick det till cirka 300 miljarder kronor (exklusive upplåningen till Riksbanken).

Regeringen höjde inför 2013 riktvärdet från 60 till 70 miljarder kronor för löptider i nominella kronobligationer längre än tolv år. Motiveringen var åter att regeringen ville minska refinansieringsrisken i statsskuden. Under samma förutsättningar som ovan är merkostnaden för en sådan förlängning 700 miljoner kronor om Riksgälden

³ Det antagandet är givetvis helt avgörande för utvecklingen. Eftersom regeringen motiverar riktlinjen med refinansieringsrisken är det rimligt att påvisa konsekvensen av beslutet, allt annat lika.

⁴ Den faktiska kostnaden för ett långt lån beror på om Riksgälden väljer att behålla den fasta räntan eller swappa den till kort ränta. Det finns inget riktvärde för räntebindingstiden för obligationer med en löptid överstigande 12 år. Riksgälden gör emellertid inga swappar med de riktigt långa obligationerna så upplåningsräntan blir den faktiska kostnaden för lånet.

⁵ Intervju med Thomas Olofsson, chef för skuldförvaltning, den 13 november 2013.

⁶ Statsskuldens förvaltning – Förslag till riktlinjer 2013-2016, sid 19.

lånar upp beloppet via 20-åriga statsobligationer och 2,1 miljarder kronor om upplåningen sker i 30-åriga obligationer.⁷

Regeringen konstaterade i riktlinjerna för 2013 att prognoserna pekade på en fallande statsskuld i nominella tal och som andel av BNP. Regeringens egen prognos i Budgetpropositionen för 2013 var att statsskulden skulle minska till 928 miljarder kronor vid utgången av 2016, en nedgång med över 220 miljarder kronor jämfört med 2012. Regeringens slutsats var dock att det utökade utrymmet för risktagande i statsskuld-förvaltningen som detta medförde, vilket typiskt skulle innebära en kortare bindningstid, inte borde utnyttjas. Orsaken var osäkerheten om hur skuldkrisen inom euroområdet skulle komma att utvecklas och vilken effekt det skulle få på svensk tillväxt och statsfinanserna.⁸ Men beslutet om att öka taket för riktigt långa statsobligationer från 60 till 70 miljarder kronor gick åt andra hållet, det innebar ett minskat risktagande som medförde högre kostnader. Regeringen kunde ha varit tydligare med att den var villig att öka kostnaderna för statsskulden istället för att argumentera emot att sänka dem med hänvisning till den stora osäkerheten kring den europeiska skuldkrisen och i förlängningen dess effekt på de svenska statsfinansernas utveckling. Därtill var det en hög kostnad för en ringa reduktion av refinansieringsrisken.

3.2 Ökad uppmärksamhet på refinansieringsrisken

I riktlinjerna för 2012 framför regeringen att Riksgälden bör öka fokuseringen på refinansieringsrisker i statsskulden. Mer specifikt uppdrog regeringen Riksgälden att vara vaksam på den kortsiktiga förfallostrukturen och säkerställa att de enskilda förfallen inte blir olämpligt stora. Året därpå blev det ett mer formaliserat uppdrag i riktlinjerna att Riksgälden skulle beakta refinansieringsriskerna.

Det kan vara fruktbart att se på olika delar av refinansieringsrisken. Det handlar dels om hur mycket som ska lånas, dels om hur lätt det är att låna. Hur mycket som ska lånas beror ju inte enbart på förfallen utan även på om det finns ett underskott som måste finansieras. Staten påverkar finansieringsrisken genom att hålla nere volymerna, d.v.s. hålla nere underskotten. Hur lätt det är att låna beror på en mängd faktorer, bland annat statsfinansernas skick, hur ekonomin utvecklas, hur stark regeringens position är, vilken ekonomisk politik som förs och om landet har en egen valuta. Om svaren på frågor inom dessa områden är övervägande positiva, i absoluta och/eller relativa termer, så är det lätt att låna. För närvarande är det mycket lätt för Sverige att låna.

⁷ Beräkningen bygger på en lite större skillnad i räntan mellan 10-åriga obligationer och riktigt långa obligationer än förra exemplet, 3,5 punkter per år istället för 3 punkter per år. Detta reflekterar avkastningskurvens lutning under juli-oktober 2012.

⁸ Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2013, sid 13 och 18.

Enligt Riksgälden har regeringens påpekande om ökat fokus på refinansieringsriskerna inte föranlett någon nämnvärd förändring i arbetsrutinerna då det ingår som ett normalt moment i sedvanlig skuldförvaltning. Det ingick redan i Riksgäldens planering att eftersträva en jämn förfallostruktur. I en rapport 2013 konstaterar Riksgälden i en rubrik: Refinansieringsriskerna är redan beaktade.⁹

Det bör noteras att Riksgäldens arbetssätt med regelbundna auktioner av statsobligationer varannan vecka kopplat till en daglig likviditetsförvaltning med en volym som enskilda dagar kan uppgå till uppemot 100 miljarder kronor begränsar refinansieringsrisken. Ett stort förfall innebär således inte per se ett stort upplåningsbehov vid samma tidpunkt, vilket har varit fallet i vissa europeiska länder som haft refinansieringsproblem under de senaste åren. Upplåningen i Sverige kan ske i förväg eller så kan statens inkomster vid förfallotillfället vara så mycket högre än statens utgifter att någon upplåning inte krävs för stunden. Genom att sprida ut upplåningen jämnt över tiden får förfallostrukturen inte en avgörande betydelse för refinansieringen. Utgångspunkten för statsskuldförvaltningen är att försöka ha en jämn förfallostruktur. Därtill påverkar Riksgälden förfallostrukturen genom byten och återköp av statsobligationer när så behövs.

Realobligationer är ett låneinstrument som är svårt att hantera ur ovanstående aspekter. Eftersom likviditeten är relativt dålig så har Riksgälden gett ut få lån för att erhålla större volymer och därmed bättre likviditet. Det medför att förfallen blir stora. Nästa stora förfall inträffar i december 2015 när ett lån på 52 miljarder kronor ska lösas in. Riksgälden erbjuder bytesemissioner för att reducera volymen innan förfall. Målet är att alla realobligationslån ska uppgå till högst 25 miljarder kronor när de förfaller.

Man ska dock inte överdriva behovet av att ha en jämn förfalloprofil. Riksgälden har i uppdrag att finansiera statliga betalningar. Behovet täcks företrädesvis genom statliga intäkter. Men från tid till annan har staten stora underskott i sina betalningar, som mest i slutet av året. I december 2013 resulterade statens betalningar i ett underskott på 97 miljarder kronor. Under hela 2013 förföll obligationer för 39 miljarder kronor, d.v.s. en betydligt lägre summa. Förfallostrukturen är således bara en av flera faktorer som Riksgälden har att ta hänsyn till när de planerar sin upplåning.

Sammantaget har regeringen genom ändrade riktlinjer skärpt uppmärksamheten på refinansieringsriskerna och Riksgälden kommer framöver att rapportera hur de tar hänsyn till dessa risker. Någon nämnvärd förändring av statsskuldförvaltningen har

⁹ Statsskuldens förvaltning – Förslag till riktlinjer för 2013-2016, sid 17.

dock inte skett då frågeställningen redan ingick som en naturlig del i Riksgälden arbete.

Avslutningsvis kan det vara värt att påminna om att det mest effektiva sättet att hålla nere refinansieringsrisken är att regering och riksdag utformar den ekonomiska politiken på ett sätt som håller budgeten i balans över tiden och därmed bibehåller statskulden på en begränsad nivå. En stat med goda statsfinanser har en låg kreditrisk vilket begränsar såväl finansieringsrisken som refinansieringsrisken.

3.3 Löptiden – ökad flexibilitet

I riktlinjerna för 2012 ändrades riktvärdet för löptiden för den nominella kronskulden till ett intervall på 2,7–3,2 år från det tidigare löptidsriktvärdet på 3,1 år. Regeringens motivering var att i perioder då lånebehoven är små och statskulden minskar försvåras styrningen i termer av andelar och löptider. Av effektivitets- och kostnadsskäl infördes därför ett intervall för löptidsstyrningen av den nominella kronskulden för instrument upp till tolv år.

Regeringen breddade den reala kronskuldens löptidsintervall från två till tre år och ändrade intervallet till 7–10 år för perioden 2012–2014.

I riktlinjerna för 2013 beslöt regeringen att löptiden för de olika skuldslagen temporärt får avvika från riktlinjerna. Bakgrunden var att de stora svängningarna i det dagliga lånebehovet påverkar löptiden på kort sikt och att Riksgälden inte ska behöva parera sådana svängningar. Styrningen av löptiden ska vara långsiktig och variationer inom likviditetsförvaltningen ska inte påverka.

Den externa granskaren noterade i en tidigare utvärdering¹⁰ att styrsystemet riskerade att bli lite snävt och stelt i vissa lägen. Under ordnade förhållanden fungerade det väl men när lånebehovet ändras markant, är lågt eller om marknaden utvecklas på ett oväntat sätt kan Riksgäldens handlingsutrymme begränsas om riktlinjerna är snäva. Mot den bakgrunden rekommenderades regeringen ge Riksgälden ett större manöverutrymme i riktlinjerna.

De genomförda förändringarna i löptiderna är i linje med den tidigare rekommendationen och förbättrar förutsättningarna för Riksgälden att minimera kostnaderna samtidigt som regeringen fortfarande beslutar om ramarna för statsskuldens förvaltning. Beslutet att löptiden för de olika skuldslagen temporärt får avvika från riktlinjerna är ytterligare ett sätt att öka flexibiliteten i statsskuldens förvaltning och undan-

¹⁰ Skr. 2009/10:104, avsnitt 10 Vidare rammar.

röjer risken att Riksgälden tvingas genomföra kortsiktiga temporära åtgärder som kan fördyra förvaltningen enkom för att uppnå riktlinjerna på daglig basis.

Sammantaget bedöms regeringens förändringar av riktlinjerna av löptiden medföra att styrsystemet blir mer flexibelt och lätthanterligt för Riksgälden vilket i förlängningen på marginalen kan leda till lägre kostnader.

3.4 Minskat mandat för strategiska positioner

I riktlinjerna för 2012 återfördes mandatet för Riksgäldens positioner i den svenska kronans valutakurs till dess ursprungliga nivå på 15 miljarder kronor. Skälet var att regeringen ville minska det delegerade mandatet och att kronan nu befann sig på en nivå som ansågs som mer långsiktig. Riksgälden hade förslagit att det utvidgade mandatet skulle behållas.

Bakgrunden är att regeringen i maj 2009 beslutade att utöka Riksgäldens mandat rörande strategiska positioner från 15 till 50 miljarder kronor. Den bakomliggande orsaken var kronans kraftiga försvagning som ledde till ökade kostnader för statsskulden. Riksgälden bedömde att försvagningen var överdriven och temporär. För att parera kostnadsökningen ville man därför ta en större position för en starkare krona än vad det ursprungliga mandatet på 15 miljarder kronor tillät. Den positionen blev mycket framgångsrik och avvecklades slutligen i juni 2011 med en sammanlagd vinst på 8,1 miljarder kronor.

Det får betraktas som naturligt att regeringen valde att återgå till de ursprungliga riktlinjerna när förhållandena normaliserats och den stora positionen som utgjorde grunden för beslutet att vidga mandatet hade avvecklats.

I riktlinjerna för 2013 begränsade regeringen mandatet för strategiska positioner i kronkursen från 15 till 7,5 miljarder kronor. Regeringen konstaterade att vinsten för de fem strategiska positioner som Riksgälden tagit sedan år 2000 uppgick till 17,3 miljarder kronor vilket får betraktas som en betydande summa. Samtidigt innebär positionstagande en risk. Regeringen valde att begränsa riskerna för förluster inom positionsverksamheten genom att halvera mandatet.

Det är rimligt att regeringens syn på risk avspeglas i Riksgäldens positionsmandat. Samtidigt kan man konstatera att strategiska positioner sällan tas. De tre riktigt stora positionerna efter år 2000 har genererat en vinst på 15,1 miljarder kronor. I snitt blir det en position vart fjärde-femte år. Utgångspunkten för varje position har varit en bedömning om att valutakursen fjärmat sig rejält från sin uppskattade jämviktscurs. De strategiska positionerna har företrädesvis tagits för att parera för statsskuld-förvaltningen ogynnsamma växelkursrörelser.

Med utgångspunkt i att det sällan är aktuellt med stora strategiska positioner och att de bara blir aktuella i situationer med speciella växelkursförhållanden så är det inget som hindrar att Riksgälden, liksom var fallet 2009, begär ett utökat mandat från regeringen när de bedömer läget som gynnsamt för en stor strategisk position. Regeringen kan då värdera risken i det aktuella läget och överväga om Riksgäldens mandat ska utökas. På så sätt övertar regeringen delvis riskbedömningen av en strategisk position från Riksgälden.

Det kan i sammanhanget vara värt att diskutera olika typer av risk. Resonemanget ovan utgår ifrån risken för att utfallet blir negativt, d.v.s. att Riksgäldens positioner leder till ökade kostnader för skattebetalarna. Utfallsdata visar att detta har förekommit då och då för mindre positioner men att sett över längre perioder har positionstagandet givit ett markant positivt bidrag. Det finns dock även en politisk risk såtillvida att negativa utfall sannolikt leder till betydligt mycket större mediauppmärksamhet än positiva utfall. Denna politiska asymmetri kan medföra att regeringen vill reducera risktagandet mer än vad den renodlade finansiella risken motiverar. Om vi utgår ifrån att de resultat som tidigare positionstagande resulterat i skulle upprepas så kommer eventuellt hänsyntagande till den politiska risken medföra mindre risktagande men också att det förväntade utfallet för statsskuld förvaltningen och i förlängningen skattebetalarna blir sämre.

Det ligger utanför ramen för denna rapport att utvärdera huruvida regeringen tar hänsyn till den politiska risken. Det kan dock konstateras att om regeringen väljer ett system där Riksgäldens riskmandat blir begränsat och Riksgälden får begära utökat riskmandat utifrån ett speciellt läge där regeringen i princip tar över det direkta ansvaret för en investering så ökar den politiska risken jämfört med fallet där Riksgälden själva ansvarar för investeringsbesluten inom av regeringen givna ramar. Den inslagna vägen med ett mer begränsat riskmandat gör att den politiska risken ökar om en större position övervägs vilket kan få en negativ effekt på kostnaderna för att förvalta statsskulden.

Det är i sammanhanget viktigt att regeringen har en snabb beslutsprocess om Riksgälden begär en utvidgning av riskmandatet då aktiva positioner på valutarörelser till en del handlar om att välja rätt tidpunkt. Den externa granskaren noterade att om Riksgälden skulle börjat bygga upp sin strategiska position 2009 när diskussionerna med Finansdepartementet inleddes på tjänstemannanivå istället för två månader senare efter att regeringen tagit beslut om att utöka mandaten hade det medfört en vinstökning på cirka 400 miljoner kronor.¹¹

¹¹ Skr. 2009/10:104, Externa granskningsrapporten sid 21.

3.5 Positionstagandets mandat regleras av regeringen

Regeringen kompletterade riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2013 med en begränsning av i vilka olika valutor Riksgälden kan ta positioner. Denna fråga hade tidigare reglerats av Riksgäldens styrelse. Den externa granskaren rekommenderade regeringen i 2012 års skrivelse att ”begränsa den aktiva förvaltningen till de marknader som har direkt eller potentiell koppling till upplåningen i utländsk valuta”.¹² Granskarens utgångspunkt var att aktiva positioner i valutakursrörelse i förlängningen förutsätter att det finns en skuld i utländsk valuta. ESV delar bedömningen att en aktiv förvaltning utan koppling till en underliggande utlandsskuld är ett främmande inslag i statsskuldens förvaltning.

Valet står mellan att regeringen själv väljer att reglera denna frågeställning eller att den överlåter åt Riksgäldens styrelse att ansvara för frågan. I slutändan handlar den avvägningen om huruvida regeringen har en principiell syn som ska styra statsskuldens förvaltning i denna del eller om det mer handlar om praktiska frågeställningar som med fördel kan överlåtas till Riksgäldens styrelse att löpande reglera. Det finns en principiell frågeställning i grunden – huruvida den aktiva förvaltningen ska tillåtas omfatta områden som inte ingår i basen för den vanliga skuldförvaltningen. Det går inte på objektiva grunder avgöra om beslut i den frågan bör avgöras av regeringen eller Riksgäldens styrelse. Men ingenting talar emot att regeringen, såsom numera är fallet, ger riktlinjer för den aktiva förvaltningen.

3.6 Ökad tydlighet

Regeringen tog ett beslut i riktlinjerna för 2012 som förtydligade målet för privatmarknadsupplåningen. Den externa granskaren noterade i 2010 års skrivelse till riksdagen¹³ att målet för privatmarknadsupplåningen var väl allmänt utformat och rekommenderade regeringen att en mer exakt målsättning återgavs i själva beslutet. Det är nu genomfört.

I 2013 år riktlinjer görs förtydliganden angående löptiden för statsobligationer som klargör om det är ursprunglig eller återstående löptid som avses. En allmän utgångspunkt är att det är en fördel om regeringen är så tydlig som möjligt.

3.7 Slutsatser

Regeringen har mot bakgrund av erfarenheterna i andra europeiska länder ansett att refinansieringsrisken bör reduceras. Riktlinjerna för volymen riktigt långa obligationer har därför ändrats två gånger under den studerade perioden. De förändringarna

¹² Skr. 2011/12:104, Externa granskningsrapporten sid 49.

¹³ Skr. 2009/10:104.

skulle, om Riksgälden följt dem fullt ut, ha höjt räntekostnaderna för lånens löptid med 1,8–5,5 miljarder kronor jämfört med att låna på 10 år.¹⁴ Dessa kostnader ska vägas mot att refinansieringsbehovet och därmed risken blir lägre om 10 år. Om lånet är 30-årigt minskar refinansieringsbehovet även om 20 år.

ESV konstaterar att regeringen satt ett högt värde på en begränsad reduktion av refinansieringsrisken. Riksgäldens upplåningsmetoder, med löpande upplåning, innebär att lånen ofta är helt finansierade när de förfaller. En del av erfarenheterna från andra europeiska länder kan därför inte överföras rakt av på svenska förhållanden.

ESV:s samlade bedömning är att riktlinjerna för riktigt långa obligationer medför betydande merkostnader för statsskuldsvärdningen och i slutändan skattebetalarna vilket ska vägas mot en ringa reduktion av refinansieringsrisken.

Det tål att upprepas att det bästa sättet att hålla nere refinansieringsriskerna är att regering och riksdag utformar den ekonomiska politiken så att statsfinanserna förblir sunda. En begränsad statsskuld leder till hög trovärdighet och därmed låg refinansieringsrisk.

Regeringen har reducerat Riksgäldens möjlighet att ta strategiska positioner. Det historiska utfallet visar att positionstagandet givit ett betydande överskott. En svårbedömd fråga är om neddragningen beror på den politiska risken som hänger samman med ett tänkbart negativt utfall. Det kan dock konstateras att den politiska risken kan öka ifall Riksgälden slår i taket för sin positionstagning och begär utökat utrymme av regeringen. Regeringen blir då direkt ansvarig för positionen snarare än Riksgälden.

Regeringens övriga riktlinjeförändringar handlar om att göra systemet mer flexibelt och ge Riksgälden lite mer manöverutrymme. På så sätt undviks att Riksgälden tvingas sätta in åtgärder för att motverka tillfälliga förändringar av bland annat löptiden, vilket kan medföra onödiga kostnader.

¹⁴ Beräkningen utgår ifrån en oförändrad prisbild. Om Riksgälden tvingats höja räntan för att sälja dessa volymer skulle merkostnaden blivit högre.

4 Valutaskuldens andel

Finansdepartementet har föreslagit att Ekonomistyrningsverket analyserar huruvida Riksgäldskontorets förslag avseende styrning av valutaskulden är ändamålsenligt i förhållande till målet för statsskuldspolitiken. Det är enligt Finansdepartementet önskvärt att i samband härmed göra en analys av hur Riksgäldskontorets positionsverksamhet förhåller sig till nämnda förslag.

4.1 Bakgrund

Valutaandelen steg kraftigt under den svenska 1990-talskrisen. Den kraftiga uppgången i valutaandelen hade sitt huvudsakliga ursprung i att statens lånebehov var större än vad den inhemska marknaden kunde hantera. Efter krisen fanns en önskan om att minska valutaandelen, något som skedde successivt. Betänkandet av Statsskuldspolitiska utredningen, SOU 1997:66, gav ett stöd till fördelarna med en diversifierad statsskuld, vilket inkluderar upplåning i utländsk valuta. I riktlinjebeslutet för år 2005 bestämdes att valutaandelen skulle vara 15 procent, ett mål som uppnåddes 2008.

Regeringen¹⁵ har sammanfattat argumenten med anknytning till valutaskulden i följande fem punkter:

1. Det finns inga teoretiska skäl att tro på någon systematisk kostnadsmässig fördel med valutaskuld framför kronskuld (vid en löptidsmatchad jämförelse).
2. Kostnadsvariationen för valutaupplåning är högre än för upplåning i svenska kronor på grund av variationen i växelkursen.
3. En viss exponering i utländsk valuta kan minska risken i statsskulden genom diversifiering i betydelsen att beroendet av ränteläget i enskilda länder, inklusive Sverige, minskar.
4. Valutaskuld är ett flexibelt instrument i den meningen att staten kan låna stora belopp på kort tid. En förutsättning för att det ska gälla är dock att valutaskulden inte är för stor i utgångsläget.
5. Det kan finnas anledning att alltid ha en viss upplåning i utländsk valuta för att säkra åtkomsten till den internationella kapitalmarknaden.

¹⁵ Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2013, sid 19.

I sammanhanget kan det vara värt att notera att på senare tid har en betydande del av valutaskulden inte uppnåtts genom upplåning i annan valuta på den internationella obligationsmarknaden utan genom att Riksgälden har gett ut statsobligationer i svenska kronor och sedan swappat¹⁶ till kort skuld i utländsk valuta.

4.2 Ny syn på kostnadsfördelarna

Riksgälden har tidigare utgått från att det inte finns några teoretiska skäl att tro på någon systematisk kostnadsfördel med valutaskuld framför kronskuld.¹⁷ Det s.k. osäkrade ränteparitets-villkoret innebär att om räntan är lägre i en annan valuta förväntas kronan över tiden depreciera motsvarande räntedifferensens storlek. Med en strikt tolkning innebär det att på lång sikt ska det kosta lika mycket att låna i alla valutor.

Riksgälden noterar dock att empiriska studier visar att en strategi, så kallade carry-strategi, som går ut på att låna i valutor med låg ränta och placera i valutor med hög ränta har resulterat i en god riskjusterad avkastning. Riksgälden menar att en carry-strategi i deras regi i vissa fall bör kunna ske med svenska kronor som högräntevaluta. I praktiken kan detta ses som att Riksgälden lånar i utländsk valuta istället för i kronor.

Riksgälden har i dag möjlighet att göra placeringar som bygger på en carry-strategi inom det taktiska riskmandat som de erhållit av regeringen. En carry-strategi bör dock ligga i den strategiska snarare än i den taktiska portföljen enligt Riksgälden. Det beror på att carry-strategier kan ge upphov till betydande förluster när växelkurser svänger markant. Staten kan till skillnad från många privata aktörer hantera tillfälliga förluster och invänta en normalisering av marknadsvärden. Ett exempel på detta var att Riksgälden investerade i en förstärkning av den svenska kronan 2009¹⁸ när den enligt den stora majoriteten av bedömare var felvärderad utan att detta ledde till att privata aktörer köpte kronor. Orsaken till de privata aktörernas avvaktande hållning var att det fanns en betydande osäkerhet om *när* i tiden kronan skulle stärkas. Då de privata aktörerna utvärderas löpande är de restriktiva att göra placeringar där de på kort sikt kan få negativa utfall även om placeringen bedöms ge ett positivt utfall på lång sikt. Staten har en uthållighet att möta tillfälliga nedgångar som många privata aktörer saknar.

Om utgångspunkten är att en carry-strategi kan vara lönsam men att detta inte nödvändigtvis gäller hela tiden kan detta påverka synen på hur stor valutaandelen bör

¹⁶ Riksgälden skapar valutaexponering i tre steg. Först emitteras en obligation i svenska kronor. Sedan görs en ränteswapp i svenska kronor där Riksgälden byter en fast ränta mot en rörlig ränta (Stibor). Därefter gör Riksgälden en basswapp som innebär att en rörlig ränta i svenska kronor byts mot rörlig ränta i en annan valuta.

¹⁷ Statskuldens förvaltning, Förslag till riktlinjer 2014-2017.

¹⁸ Placeringen ledde till en vinst på 8,1 miljarder kronor.

vara. Av beredskapsskäl, för att kunna hantera en plötslig kraftig uppgång i statens lånebehov, är det viktigt att behålla viss kompetens hos Riksgälden. Det är vidare viktigt att upprätthålla investerarkontakter och tillgång till de internationella kapitalmarknaderna (regeringens punkt 4 och 5). Det kräver dock inte att valutaandelen uppgår till de 15 procent som utgör nuvarande riktlinje. Det framgår också av att närmare 60 procent av den existerande valutaskulden har uppstått genom att Riksgälden har lånat i kronor och därefter swappat till utländsk valuta.

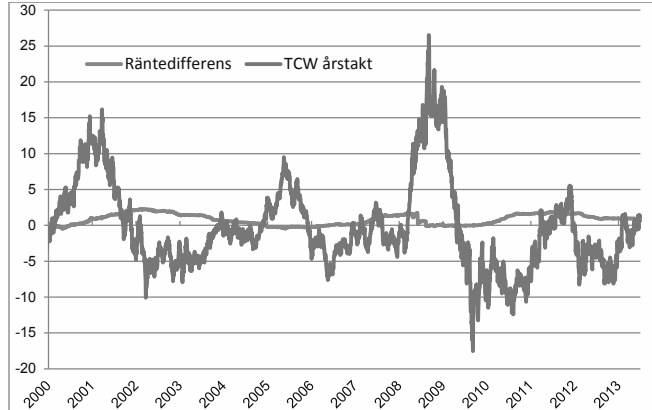
För att valutaupplåningen ska sänka kostnaden för statsskuld förvaltningen måste de utländska räntorna vara lägre än de svenska samtidigt som kronan inte förväntas försvagas i motsvarande mån. Om detta förhållande inte är uppfyllt så kan (den förväntade) kostnaden för statsskuld förvaltningen sänkas genom att dra ned valutaandelen. Nuvarande riktlinjer stipulerar att valutaandelen ska uppgå till 15 procent med en tillåten avvikelse på ± 2 procentenheter. Det övergripande målet för statsskuld förvaltningen är att kostnaden ska minimeras samtidigt som risken ska beaktas. Riktlinjen för valutaandelen kommer således i konflikt med det övergripande målet när den sammanlagda kostnaden för lån i utländsk valuta inte förväntas vara lägre än upplåningskostnaden i kronor. Det reser en fråga om flexibilitet i statsskuld förvaltningen som vi återkommer till i avsnitt 4.6.

4.3 Valutarörelser dominerar

Valutarörelser tenderar att vara den viktigaste faktorn för hur lönsamt det är att låna i utländsk valuta. Sett över den senaste tioårsperioden har utländska korta räntor i genomsnitt varit 2/3 procentenheter lägre än svenska vilket ger en kostnadsfördel för lån i utländsk valuta. Riksgälden har därtill erhållit en positiv basswappspread sedan finanskrisen bröt ut.¹⁹ Den mest betydelsefulla faktorn är emellertid växelkursen. Vid ett antal tillfällen har växelkursen förändrats med 10 procent eller mer i årstakt under 2000-talet.

¹⁹ Basswappspreaden är den ersättning som utgår när en rörlig ränta i kronor byts mot en rörlig ränta i annan valuta. Basswappspreaden har minskat på senare tid. Under 2012 uppgick den i genomsnitt till 37 punkter. Vid utgången av 2013 låg den på 16 punkter.

Diagram 1. Räntedifferens och valutautveckling (årstakt)



Källa: Makrobond

I tabell 3 jämförs kostnaden för att låna till tre månaders interbankränta i Sverige och motsvarande ränta för Riksgäldens utländska portfölj.²⁰ I den första kolumnen ingår de senaste fem åren och i den andra kolumnen de sex senaste åren, d.v.s. startdatum i den andra kolumnen är före finanskrisen som hade en stark inverkan på många växelkurser. Av tabellen framgår att de utländska räntorna legat klart lägre, nästan en procentenhet lägre varje år i genomsnitt. Basswappspreaden som låg nära noll före krisen gav ett visst positivt bidrag under de undersökta perioderna. Under perioden 2009–2013²¹ gav växelkursen ett starkt positivt bidrag, kronan steg med 13 procent mot de utvalda valutorna. Detta förklaras av att kronan var svag i utgångsläget på grund av finanskrisen. När vi istället väljer en startpunkt ett år tidigare blir resultatet en kronförsvagning på 4 procent.

Tabell 3. Kostnadsskillnad mellan upplåning i svenska kronor och den utländska portföljen

	2009-13	2008-13	2004-08
Räntedifferens	-4,5	-5,8	-2,2
Basswappspread	-1,5	-1,5	0,1
Växelkursförändring	-13,1	4,0	18,1
Totalt	-19,1	-3,3	16,1

Källa: Riksgälden, Riksbanken och egna beräkningar

²⁰ Referensportföljen består av 45 procent EUR, 20 procent CHF, 15 procent JPY, 10 procent USD samt 5 procent vardera av GBP och CAD.

²¹ Mätt på genomsnittskurserna i december 2008 och december 2013.

Av tabell 3 framgår att det funnits kostnadsfördelar med att låna i utländsk valuta under senare år. Samtidigt står det klart att valutakursutvecklingen spelar en central roll för det sammanlagda utfallet. En utvärdering av femårsperioden som slutade 2008, när kronan var svag, visar på ett mycket dåligt utfall.²² Kronförsvagningen uppgick för den perioden till 18 procent, vilket var drygt 8 gånger större än den samlade räntedifferensen under samma period.

4.4 Principiell diskussion

Som framkommit av ovan kan man på dagens utvecklade marknader skilja på finansiering och valutaexponering. I dag utgörs närmare 60 procent av valutaandelen av derivatinstrument där upplåning i svenska kronor swappats till utländsk valuta. I stor utsträckning lånar således inte Riksgälden direkt i utländsk valuta utan de skapar en exponering i utländsk valuta för att uppfylla regeringens riktlinjer om en valutaandel på 15 procent.

Den upplåning som sker direkt i utländsk valuta kan, om man vill undvika valutarisk, swappas till kronor. Upplåning på de internationella marknaderna och andelen valutalån kan därför betraktas som två fristående frågeställningar. Argumentet att Riksgälden behöver upprätthålla kompetens för att agera på de internationella marknaderna och därigenom minska finansieringsrisken och refinansieringsrisken har därför ringa bäring på valutaandelens storlek. Av regeringens fem punkter i avsnitt 4.1 är det egentligen bara diversifieringsargumentet, punkt 3, som har direkt anknytning till valutaandelen. Dock, som framgår av punkt 1, är det inte säkert att en valutaskuld genererar en kostnadsfördel, så den enda säkra slutsatsen beträffande valutaskuldens effekter är att risken minskar genom en diversifieringseffekt i räntetermer. Samtidigt tillkommer en valutarisk. Valutaandelens storlek bör enligt denna argumentation vara betingad av hur stor räntedifferensen och basswappspreaden kan bedömas vara kontra den valutarisk staten ikläder sig.

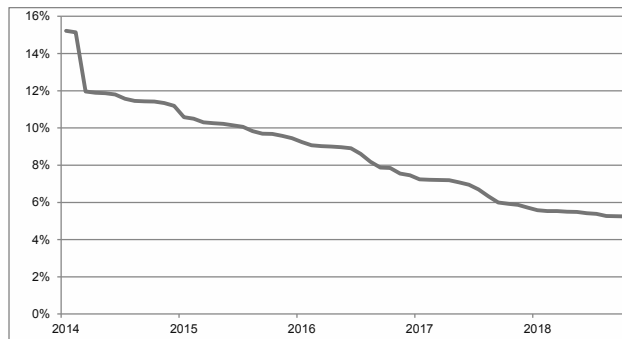
Riktlinjen att valutaandelen ska uppgå till 15 procent innebär att regeringen har beslutat att staten löpande ska ta en viss valutarisk. Förhoppningen är att detta sammantaget ska generera en kostnadsbesparing över tid samtidigt som det medför en diversifieringseffekt. Eftersom växelkursrisken varierar ganska kraftigt över tiden kan det vara värt att överväga om valutaandelen ska vara konstant över tiden. I dagens system kan Riksgälden, inom det riskmandat regeringen givit dem, ta positioner i den aktiva förvaltningen för att öka eller minska den av regeringen fastställda valutarisken. Annorlunda uttryckt så beslutar regeringen om den långsiktiga valutarisken

²² Riksgälden har ändrat innehåll i referensportföljen. Beräkningarna i denna rapport utgår ifrån den nuvarande referensportföljen. Syftet med beräkningarna är inte att utvärdera utfallet utan att ge läsaren en känsla för storleksordningen på de olika parametrarna.

medan Riksgälden beslutar om den kortsiktiga (inom de ramar som regeringen bestämt).

I ett system med ett tak på valutaandelen får Riksgälden besluta om hur stor valutarisken ska vara på medelång sikt, under det tak som regeringen bestämt. Eftersom de underliggande lånen i svenska obligationer ofta har en löptid på tio år så är även basswapparna på samma löptid. Det gör att valutaandelen inte kan varieras snabbt såvida inte Riksgälden tar nya aktiva positioner. Diagram 2 visar hur valutaandelen kommer att utvecklas om inga nya basswappar tas. Med undantag för en snabb nedgång våren 2014 så minskar valutaandelen med 1–2 procentenheter per år om inga nya basswappar tas.

Diagram 2. Andel valutaupplåning om inga nya lån eller basswappar tas



Källa: Riksgälden

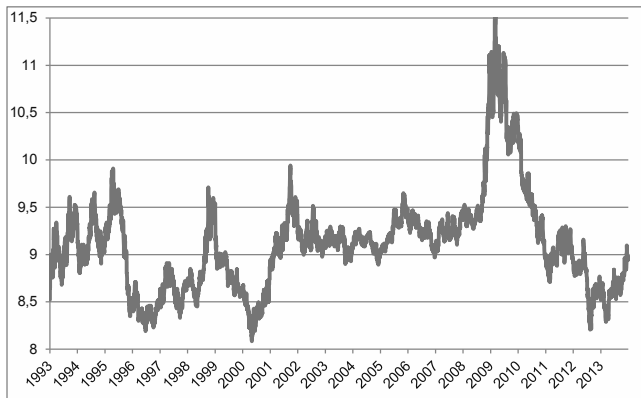
Om valutaandelen ska bestämmas utifrån Riksgäldens bedömning av hur den förväntade kostnadsutvecklingen ser ut skulle det teoretiskt kunna komma att innebära en aktivare hållning jämfört med dagens system. Eftersom kronans utveckling blir den viktigaste faktorn i bedömningen av den förväntade vinsten av att ha skuld i utländsk valuta så skulle variationen i valutaandelen i stor utsträckning bestämmas av Riksgäldens syn på kronans långsiktiga utveckling.

Ur ett teoretiskt perspektiv skulle detta innebära att om Riksgälden bedömer att kronan kommer att stärkas bör valutaandelen ligga på taket. Om en försvagning är trolig bör valutaandelen minskas. Som framgår av diagram 2 tar en sådan anpassning lång tid om den ska ske genom att lån och basswappar förfaller. Om det bedöms föreligga en uppenbar risk för en försvagning av kronan skulle en mer effektiv åtgärd för Riksgälden vara att ta positioner i den aktiva förvaltningen för en sådan valutautveckling. Det hör emellertid inte till vanligheterna att Riksgälden tar positioner i kronan. Sedan

sekelskiftet har Riksgälden endast tagit tre positioner på den svenska kronans utveckling.

Förväntas kronan vara stabil under en längre period – eller åtminstone på lång sikt förväntas återvända till ungefär samma nivå som i utgångsläget – blir synen på räntedifferensen avgörande för valutaandelens storlek. Sannolikt skulle valutaandelen då ligga nära taket eftersom de utländska räntorna kan förväntas ligga under de svenska (urvalsprincipen är att de ska vara valutor med låg ränta). Med tanke på hur svårt det är att bedöma valutarisker – och att valutan har en tendens att återgå till en ungefärligt konstant nivå – skulle detta sannolikt vara den vanligaste hållningen.

Diagram 3. Valutautveckling, EUR/SEK



Källa: Makrobond

4.5 Verklighetsbaserad diskussion

Förgående avsnitt diskuterade vilka konsekvenser som ett tak på valutaandelen skulle få utifrån teoretiska utgångspunkter. Riksgäldens syn på kronans valutautveckling skulle bli en avgörande parameter. Det är emellertid av flera skäl ovanligt att Riksgälden agerar på sin valutasyn även om de enligt regeringens riktlinjer får ta positioner i kronans valutakurs.

För det första är Riksgälden en tillräckligt stor aktör för att kunna påverka prissättningen. Det skulle därför kunna påverka förtroendet för såväl Riksgälden som för den svenska marknaden om Riksgälden lät valutaandelen variera utifrån sin valutasyn. För en internationell investerare som köper svenska obligationer skulle det innebära en extra riskfaktor om Riksgälden påverkar kronkursen. I dag fördelar Riks-

gälden ut sina valutaväxlingar jämnt över tiden för att minimera påverkan på kronans kurs.

Vidare skulle det ge en stark signaleffekt om en svensk myndighet löpande investerar på sin tro om kronans utveckling, inte minst om utgångspunkten är att kronan ska försvagas. Det finns en icke oväsentlig risk att det uppstår en sammanblandning mellan Riksgäldens roll och penningpolitiken vilket i förlängningen skulle kunna bli ett tvisteämne mellan Riksgälden och Riksbanken.

Dessa faktorer har bidragit till att Riksgälden mycket sällan tar positioner på kron-utvecklingen och när så sker har de informerat om detta i förväg så att alla investerare och andra intressenter varit fullt medvetna om Riksgäldens agerande. Därtill har de placeringar som Riksgälden gjort i samtliga fall baserats på att kronan bedömts som tillfälligt svag, aldrig på att kronan anses vara övervärderad. Signaleffekten av att kronan skulle bedömas vara övervärderad skulle sannolikt vara starkare än att den bedöms vara omotiverat svag. Men det är ju endast när kronan anses vara väl stark som det skulle finnas valutaskäl för Riksgälden att minska andelen valutamån.

Transparens, förutsägbarhet och risk för sammanblandning med penningpolitiken talar således mot att andelen valutamån ska variera i takt med Riksgäldens syn på valutarisken. Argumentet för är möjligheten att sänka kostnaden för statsskuldens förvaltning.

Riksgälden har emellertid inte några planer på att låta valutaandelen variera beroende på vilken syn på valuta-utvecklingen de har.²³ Deras utgångspunkt är att eventuella positioner på kronans utveckling ska tas i den aktiva förvaltningen. Som nämnts tas sådana positioner sällan och hitintills har de bara skett vid tillfällen när kronan bedömts vara omotiverat svag.

Riksgäldens tanke med att införa ett tak på andelen valutamån har varit möjligheten att utnyttja vad de identifierar som tillfälliga men ändå långvariga strukturella samband som genererar en prissättning som Riksgälden kan utnyttja. Den historiskt sett höga basswappspreaden är ett sådant exempel. Dessa imperfektioner ska utnyttjas med beaktade av risk. Den största risken är som noterats tidigare växelkursförändringar.

Riksgäldens hållning är således att inte aktivt låta växelkursförväntningarna styra valutaandelen men ändå beakta växelkursrisken. Det är ingen tydlig gränslinje som dras upp. Förhållningssättet innebär att fokus ligger på vinsterna som kan göras på grund av vad som kan beskrivas som tillfälliga men långvariga felprissättningar.

²³ Statsskuldens förvaltning – Förslag till riktlinjer 2014-2017.

Räntedifferensen förväntas på sikt ätas upp av valutaförändringar. Det blir således felprissättningarna som styr valutaandelen i ett sådant scenario. Med en sådan hantering påverkar inte förväntningar om växelkursförändringar andelen valutilån utan dessa hanteras genom den aktiva förvaltningen, i den mån sådana förväntningar påverkar statsskuldsvärdningen överhuvudtaget.

Rent principiellt skulle Riksgälden kunna använda taktiska positioner för att utnyttja marknadens prissättning och därigenom uppnå samma effekt som variationer i valutaandelen skulle möjliggöra. Det skulle dock innebära att en betydande del av, under vissa förutsättningar hela, riskmandatet skulle behöva användas.²⁴ Det strider vidare mot den uppdelning som Riksgälden arbetar efter, nämligen att strategiska positioner inte ska marknadsvärderas på grund av att de baseras på långsiktiga bedömningar medan de taktiska positionerna kan och ska marknadsvärderas och utvärderas löpande.

ESV:s bedömning är att det är värdefullt att särskilja på de beslut som baseras på strategiska överväganden och de placeringar som bygger på taktiskt positionstagande. Det gäller även för synen på kronan även om det finns en risk för begreppsförvirring i detta sammanhang. En position i kronan tas bara när kronan bedöms ha avvikit från sin jämviktskurs och görs på medellång sikt, då riktlinjerna stipulerar att en position ska byggas upp och avvecklas gradvis samt annonseras i förväg. Den senaste positionen i kronans kurs började byggas upp i maj 2009 och avslutades först sommaren 2011. Den var omfattande volymmässigt och långvarig, två faktorer som ofta karaktäriserar strategiska positioner. Icke desto mindre kallas den taktiskt med Riksgäldens nya språkbruk.

Riksgälden får enligt regeringens riktlinjer ta positioner i kronans valutakurs. Transparens- och marknadsvärdsskäl talar för att eventuella positioner på kronans utveckling bör tas i den taktiska portföljen. Det går dock inte att helt bortse från kronans förväntade utveckling om Riksgälden ska ha möjlighet att variera andelen valutilån. De vinster Riksgälden eftersträvar genom att utnyttja tillfälliga felprissättningar måste ställas mot eventuella risker med placeringarna och växelkursrisken är den mest betydande risken. Den uppstår emellertid bara när kronkursen bedöms vara för stark. En sådan situation har hitintills aldrig medfört att Riksgälden tagit en position för en svagare krona.

4.6 Flexibilitet och kostnadsminimering

I dag bestäms valutaandelens storlek av regeringens riktlinjer som varit oförändrade sedan målet nåddes 2008. Den externa granskaren bedömde i regeringens förra skri-

²⁴ Telefonintervju med Magdalena Belin på Riksgälden 27 januari 2014.

velse om statsskuld förvaltningen att Riksgälden överskattade vinsterna från vissa upplåningsformer.²⁵ Med ett tak för valutaandelen skulle det övergripande målet om kostnadsminimering vägleda denna del av verksamheten istället för fastställda mål om specifika andelar.

Den externa granskaren noterade i en tidigare skrivelse att nuvarande system riskerar att bli lite stelt och snävt i vissa lägen och att en ”central framtida avvägning tycks stå mellan dagens arbetssätt och en modell där mer ansvar delegeras till Riksgälden”.²⁶ ESV delar den bedömningen. Valutaandelen på 15 procent utgör ett exempel på att Riksgälden arbetar mot ett specifikt mål där kostnadsminimering kommer i andra hand. Förvisso har Riksgälden i dagens system möjligheter att via positionstagnande motverka negativa effekter av regelverket men en bättre ordning vore att undvika de negativa effekterna som regelverket kan skapa.

4.7 Slutsatser

Det existerande systemet med en långsiktigt fast andel för utlåning i utländsk valuta tar inte löpande hänsyn till kostnaden. När statsskulden var större var behovet av att använda många upplåningskanaler viktigare än i dag. Kostnadsaspekten har förvisso alltid varit viktig och utgör det huvudsakliga målet för statsskuld förvaltningen men dagens system med fasta andelar för olika upplåningskanaler sätter inte fullt fokus på kostnadsminimering. Tidigare utvärderingar har poängterat att kostnadsjämförelserna inte varit fulländade. Utan en fortlöpande uppdaterad bild av kostnaderna för olika upplåningsinstrument är det svårt att kostnadsminimera statsskuld förvaltningen.

Att gå ifrån fasta andelar för olika upplåningsinstrument, i det aktuella fallet valutaandelen, uppmantrar ett fortsatt analysarbete för att göra rättvisande kostnadsjämförelser. De förväntade kostnaderna förändras över tid, inte minst vad gäller upplåning i utländsk valuta när växelkursrisken förändras. Det krävs därför ett kontinuerligt uppföljnings- och utvecklingsarbete.

ESV:s bedömning utgår ifrån att statsskulden ligger på nivåer som är relativt lätthanterliga. I ett sådant läge bör kostnadsminimering vara mer i fokus än under mer besvärliga förhållanden. Förslaget om ett tak för valutaandelen gör systemet flexibla och ställer samtidigt höga krav på Riksgälden att ha en analys av kostnaderna för olika upplåningsinstrument.

Med tanke på hur sällan Riksgälden utnyttjat möjligheten att ta position på kronans utveckling, bara tre gånger under 2000-talet, är det inte troligt att valutaandelen

²⁵ Utvärdering av statens upplåning och skuld förvaltning 2007-2011. Skr. 2011/12:104.

²⁶ Utvärdering av statens upplåning och skuld förvaltning 2005-2009. Skr. 2009/10:104 sid. 90-91.

skulle variera så mycket i ett system med tak, inte minst med tanke på att Riksgälden aldrig utnyttjat möjligheten att ta positioner på en kronförsvagning.

Riksgälden kan redan i dag utnyttja det riskmandat som regeringen tilldelat dem för att ta position för en kronförsvagning så ur den aspekten vore det inte någon dramatisk förändring att införa ett tak för valutaandelen. Icke desto mindre finns det ett antal skäl såsom transparens, förutsägbarhet och risk för sammanblandning med penningpolitiken som talar emot att valutaandelen används aktivt för att ta hänsyn till valutakursrisken i kronan. Det är inte heller Riksgäldens ambition.

Mot den bakgrunden avstyrker ESV ett system där riktlinjerna för valutaandelen sätts som ett tak. Teoretiska skäl snarare än oro för den praktiska utformningen ligger till grund för ESV:s ställningstagande. Det är dock inget hinder att överväga att ändra riktlinjen för valutaandelen om regeringen vill ge Riksgälden ökade möjligheter att sänka kostnaderna för statsskuldshöjningen genom att utnyttja vad som bedöms vara långsiktiga felprissättningar på marknaden. En mindre förändring skapar inte samma teoretiska problem som ett tak samtidigt som den praktiska utformningen inte påverkas nämnvärt.

En möjlig väg vore att öka styrintervallet för valutaandelen som ger Riksgälden större manöverutrymme. Dagens intervall på ± 2 procentenheter skulle kunna ökas till exempelvis ± 4 procentenheter. Alternativt kan ett intervall anges på samma sätt som för riktlinjerna för löptiderna som gått från riktmärken till ett intervall. Sådana intervall kan även förändras över tiden om förhållandena förändras.

5 Riksgäldens tillämpning

Riksgäldens uppgift är att minimera kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk. Någon exakt beräkning av hur väl de lyckats uppfylla detta kan inte göras då målformuleringen med nödvändighet är oprecis.

Riksgälden lägger stor vikt vid långsiktighet och förutsägbarhet – en form av marknadsvård – vilket medför att de inte gör upplåningen utifrån en räntesyn utan istället försöker skapa en välfungerande infrastruktur och goda marknadsförhållanden vilket i förlängningen är tänkt att generera låga upplåningskostnader.

5.1 Statsskuldens sammansättning och löptid

Riksgälden har generellt följt regeringens riktlinjer för skuldandelar. Den reala andelen var aningen högre än den målsatta nivån på 25 procent under 2012. Under 2013 låg nivån i genomsnitt på 24,2 procent, d.v.s. lite under målnivån. Vid utgången av 2013 var den 23,2 procent. Den reala andelen tenderar alltid att gå ned i december då det totala lånebehovet är mycket högt i slutet av varje år. Det är svårt att anpassa den reala skulden löpande då den består av endast sex lån och att det på grund av den låga likviditeten inte är kostnadseffektivt att återköpa reala obligationer. Det medför att det inte är rimligt att eftersträva att nå riktlinjemålet vid varje tidpunkt.

Riktlinjen för den reala kronskuldens löptid utökades 2012 till 7–10 år, ett intervall som behölls även för 2013. Under de senaste två åren har löptiden minskat men hållit sig inom det angivna intervallet. Mot slutet av 2013 låg löptiden i den nedre delen av intervallet. Upplåningen i långa reala obligationer kommer att behöva ökas framöver om nuvarande riktlinjer bibehålls.

För valutaskulden finns ett riktvärde på en andel på 15 procent. Därutöver finns ett styrintervall på ± 2 procentenheter. Andelen har legat på eller strax under riktvärdet under hela perioden förutom mot slutet av 2013 då riktvärdet överskreds. Löptiden för valutaskulden har legat nära men något under målet på 0,125 år under hela perioden.

Den nominella kronskulden ska enligt den nya riktlinjen som infördes 2012 ha en löptid på 2,7–3,1 år. Under den studerade perioden har löptiden legat inom styrintervall utom under inledningen av 2013.

Riktlinjerna för volymen av riktigt långa obligationer (längre löptid än 12 år) har som nämnts ändrats under de senaste två åren. För 2012 ändrades riktlinjen för volymen från att ha varit ett tak på 65 miljarder kronor till att vara ett riktvärde på

60 miljarder kronor. Året därpå höjdes riktvärdet till 70 miljarder kronor. Riksgälden har emellertid inte uppfyllt riktvärdet vare sig 2012 eller 2013. Vid utgången av respektive år låg volymen på 53 miljarder kronor.

Under 2012 ökade Riksgälden volymen riktigt långa obligationer från 41 miljarder kronor till 53 miljarder kronor. Orsaken till att Riksgälden inte valde att uppnå målet om 60 miljarder kronor var att de upplevde att efterfrågan på riktigt långa obligationer var begränsad och att ytterligare volymer skulle ha medfört en högre ränta. Även för år 2013 anger Riksgälden att det inte skulle varit kostnadseffektivt att ge ut riktigt långa obligationer. Det är en bedömning som de marknadsaktörer ESV diskuterat frågan med delar. De menar att förändringar i regelsystemet – Finansinspektionen införde nya regler för livbolagens diskonteringsränta – medförde att efterfrågan på riktigt långa obligationer minskade markant och att det skulle ha varit besvärligt för Riksgälden att öka på utbudet i det segmentet utan märkbara prisseffekter.²⁷

Riktvärdet kom således enligt Riksgäldens bedömning i konflikt med det övergripande målet om kostnadsminimering. Som konstaterades i avsnitt 3.1 innebär upplåning av riktigt långa obligationer en relativt stor merkostnad jämfört med alternativet att ge ut tioåriga obligationer samtidigt som effekten på refinansieringsrisken får betecknas som mycket begränsad. Riksgälden har hävdatt att riktvärdet på 70 miljarder kronor ska ses som ett långsiktigt mål som inte nödvändigtvis gäller på kort sikt. Från och med 2014 års riktlinjer är regeringens riktlinje för riktigt långa obligationer omskriven så att det ett långsiktigt mål att nå 70 miljarder kronor i volym.

Det får betecknas som ovanligt att Riksgälden avviker från regeringens riktlinjer med hänvisning till det övergripande målet om kostnadsminimering. Ett sådant förhållningssätt har Riksgälden inte haft i andra sammanhang, till exempel när kronan varit stark och lån i utländsk valuta sannolikt varit en dyrare upplåningskanal än andra möjligheter som stått till buds.

ESV:s bedömning är att merkostnaden för att ge ut riktigt långa obligationer är betydande när man beaktar hur liten reduktion av refinansieringsrisken som operationen medför. Det finns betydligt effektivare metoder, som Riksgälden redan applicerar, för att hantera refinansieringsrisken. En svårare fråga är huruvida detta faktum berättigar att Riksgälden avstod ifrån att följa regeringens riktlinjer. Målkonflikten mellan kostnadsminimering och regeringens riktlinjer kan sägas möjliggjort för Riksgälden att välja vilket mål/riktlinje de skulle följa – att uppfylla bägge var inte en reell möjlighet. Omformuleringen av riktlinjen från och med 2014 möjliggör för Riksgälden att förena de bägge målen.

²⁷ Möte med Penningmarknadsrådet den 30 januari 2014.

5.2 Marknadsvård

Marknadens aktörer anser att Riksgälden sköter sina marknadsvårdande insatser väl. Deras samverkan med marknadens aktörer får gott betyg i de samtal som förts med representanter från den gruppen.²⁸ Vidare beskrivs medarbetarna som öppna och lyhörda och att det finns en bra dialog med marknadens olika aktörer. Därtill uppskattar marknadsaktörerna att Riksgälden är transparent och förutsägbär.

Det finns en oro bland marknadsaktörerna för att likviditeten kommer att försämrats och de menar att Riksgälden borde motverka en sådan utveckling. En trolig utveckling var att market maker kollektivet skulle vilja bära mindre risk vilket skulle påverka likviditeten negativt. Ett exempel på en önskvärd åtgärd från Riksgäldens sida vore enligt marknadsaktörerna att göra repofaciliteten billigare. På längre sikt finns en oro för att utvecklingen går mot en förmedlingsmarknad.

Varje år gör TSN SIFO Prospera på Riksgäldens uppdrag en undersökning av hur marknadsaktörerna uppfattar att Riksgälden sköter verksamheten. Liksom tidigare år får Riksgälden ett gott betyg av såväl återförsäljarna som investerarkollektivet.

En punkt som oroar vissa marknadsaktörer är att Riksgälden har aviserat att de sannolikt kommer att göra färre investerarresor framöver.²⁹ Investerarkontakter utgör enligt några aktörer en viktig komponent i obligationsmarknadens infrastruktur och kontakterna är betydelsefulla för att behålla internationella investerares intresse av att investera i svenska obligationer. Av TSN SIFO Prospera enkätstudie framgår också att en majoritet av de intervjuade internationella investerarna som har eller önskar direktkontakt med Riksgälden vill ha personliga möten, och då åtminstone en gång per år. Då utlåningar äger cirka 45 procent³⁰ av den marknadshandlade statsskulden är de en viktig grupp ur likviditetssynpunkt och även för prisbilden.

Noterbart är att relativt många av de internationella investerarna, som har en god överblick av andra skuldkontors verksamhet, anser att Riksgälden gör ett bättre jobb än sina internationella kollegor. Under 2012 var det endast en enskild internationell investerare som på en bedömningspunkt, ledningens tillgänglighet, ansåg att Riksgälden var sämre än andra skuldkontor. Påföljande år tillkom att två internationella investerare ansåg att transparensen var sämre hos Riksgälden än hos deras motsvarigheter i andra länder. Medan svenska investerare under 2012–2013 generellt ansåg att Riksgälden förbättrat sin position något relativt andra skuldkontor tyckte färre av de internationella investerarna att Riksgälden var bättre än sina utländska motsvarig-

²⁸ Bland annat vid ett möte med Penningmarknadsrådet den 30 januari 2014.

²⁹ Enskilda möten med marknadsaktörer.

³⁰ OECD Central Government Debt Statistics 2012.

heter jämfört med 2011. På en punkt, förmågan att fatta snabba beslut, hade Riksgälden tydligt försämrat sin position i jämförelse med andra skuldkontor.

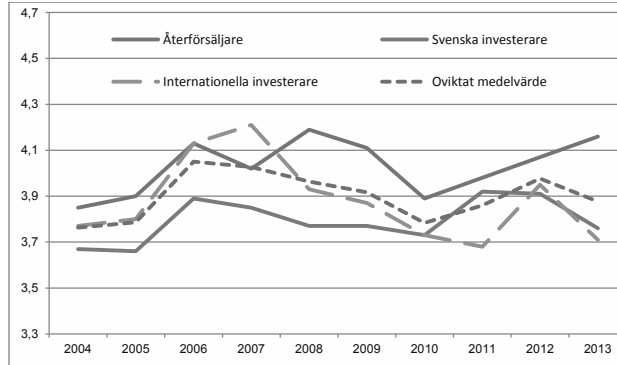
Tabell 4. Riksgälden jämfört med andra statliga skuldkontor, procent

	Återförsäljare			Svenska investerare			Internationella investerare		
	2013	2012	2011	2013	2012	2011	2013	2012	2011
Transparens									
Bättre	65	76	67	49	33	25	55	41	63
Sämre	0	0	0	0	3	3	9	0	0
Förmåga att fatta snabba beslut									
Bättre	29	41	46	19	30	22	9	23	27
Sämre	6	6	13	3	3	0	0	0	0
Ledningens tillgänglighet									
Bättre	65	65	53	36	33	34	32	32	45
Sämre	0	0	0	0	0	0	5	5	5
Webbplatsen									
Bättre	46	25	27	33	33	10	42	42	38
Sämre	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Källa: TSN SIFO Prospera

TSN SIFO Prospera undersökningen visar vidare att Riksgälden överlag anses göra ett bättre jobb och ha bättre information (webbsida) än de svenska bolåneinstitut. Undersökningen sammanfattas i ett samlat betyg för Riksgälden, så kallat profilvärde. Detta betyg steg bland återförsäljarna från 3,98 under 2011 till 4,17 för 2013. Bland de internationella investerarna steg det samlade omdömet 2012 men föll tillbaka till 2011 års nivå året därpå. De svenska investerarnas bedömning var i princip densamma 2011 och 2012 men föll tillbaka något under 2013. Enligt TSN SIFO Prospera bör värden över fyra tolkas som utmärkta medan värden under tre är underkänt. För Riksgälden är det ovägda genomsnittet 3,90 under det senaste decenniet samt 3,88 och 3,98 för 2013 respektive 2012. Generellt sett visar enkätundersökningarna att marknadsaktörerna är nöjda med hur Riksgälden agerar och att bilden är stabil över tiden även om omdömet skiftar lite grann mellan enskilda år.

Diagram 4. Viktat profilvärde



Källa: TSN SIFO Prospera

Det kan i sammanhanget noteras att Riksgälden av tidskriften Risk Magazine utsågs till årets statliga skuldförvaltare 2013. Utmärkelsen motiverades främst av Riksgäldens hantering av den omfattande upplåningen till Riksbankens valutaserv i början av 2013. På bara fyra dagar lånade Riksgälden upp motsvarande 80 miljarder kronor i utländsk valuta till förmånliga villkor.

5.3 Slutsatser

En samlad bedömning är att Riksgälden uppfyller målsättningen om en kostnads-effektiv förvaltning av statsskulden även om målformuleringen inte möjliggör en kvantitativ utvärdering. Marknadsaktörerna ger Riksgälden ett gott omdöme för deras marknadsvård och för deras lyhördhet och transparens.

6 Kostnaden för extern förvaltning

Finansutskottet har angett att det kan finnas anledning för regeringen att undersöka möjligheterna att reducera de rörliga ersättningarna som Riksgälden betalar till de externa förvaltarna. Regeringen har därför givit ESV i uppdrag att analysera om ersättningsmodellen är ändamålsenlig i förhållande till målet för statsskuldspolitiken.

Riksgälden har en aktiv förvaltning som består av två olika men ändå sammanhängande delar. Dels tar Riksgälden positioner på sin tro om marknadsprisernas utveckling, dels ska den aktiva förvaltningen säkerställa att statsskulden har de egenskaper som regeringen beslutat om.

Positionstagandet mäts och utvärderas. Riksgälden delar upp den egna verksamheten avseende positionstagande i två delar, beslut som tas av styrelsen (mer långsiktiga positioner) och beslut som tas i den löpande verksamheten. Därtill lägger Riksgälden ut mandat på extern förvaltning. De externa förvaltarna arbetar under samma mandat som Riksgälden för att underlätta en jämförelse av resultaten. Genom att använda externa förvaltare får Riksgälden även tillgång till analys och kontakter som bidrar till kompetensuppbyggnad hos de egna medarbetarna.

Under den senaste tioårsperioden har de långsiktiga egna besluten genererat en vinst på knappt 11 miljarder kronor. De egna löpande besluten resulterade under samma period i en förlust på 106 miljoner kronor. De externa förvaltarna var lyckosamma under finanskrisen och perioden efteråt när marknadspriserna normaliserades. För de senaste tio åren uppgick nettovinsten (för Riksgälden) av extern förvaltning till 472 miljoner kronor.

6.1 Nuvarande upplägg

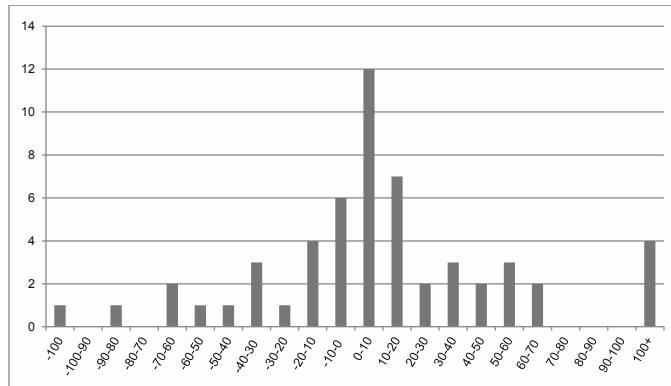
Riksgäldens styrelse har beslutat att vid varje enskilt tillfälle ska kontoret anlita 3-6 externa förvaltare. Totalt kan Riksgälden under det av regeringen givna riskmandatet lägga ut en fiktiv portfölj på 40 miljarder kronor. En extern förvaltare får vanligen initialt en fiktiv portfölj motsvarande 6 miljarder kronor. För de framgångsrika förvaltarna kan det fiktiva portföljvärdet höjas till 8 miljarder kronor. När förvaltare inte redovisar godkända resultat ersätts de av en annan förvaltare. För tillfället anlitar Riksgälden fem externa förvaltare. Tre av dessa har en portfölj motsvarande 8 miljarder kronor och två har en portfölj motsvarande 6 miljarder kronor.

Riksgäldens externa förvaltare har alla samma mandat³¹ och ersättningsvillkor. De erhåller 0,03 procent av det nominella fiktiva beloppet i fast ersättning per år. De har även en rörlig ersättning på 20 procent av all avkastning över 20 punkter per år.³²

Enligt Riksgälden är en rimlig målsättning för en framgångsrik förvaltare ett resultat mellan 20 och 75 baspunkter. Om portföljen motsvarar 8 miljarder kronor i fiktivt belopp blir den rörliga ersättningen mellan 0 och 8,8 miljoner kronor inom det angivna intervallet. Den fasta ersättningen uppgår till 2,4 miljoner kronor. Om en extern förvaltare genererar ett resultat motsvarande 75 baspunkter leder detta till 60 miljoner kronor i intäkter för Riksgälden. För detta betalar Riksgälden en rörlig ersättning på 8,8 miljoner kronor (plus den fasta ersättningen). Netto innebär således ett resultat på 75 baspunkter 51,2 miljoner kronor lägre kostnader för statsskuld-förvaltningen och i förlängningen för skattebetalarna.

Diagram 5 visar de faktiska utfallen (årsresultat) för samtliga externa förvaltare under perioden 2003–2012. De flesta utfall ligger mellan 0 och 20 punkter. Medianen är 6,6 punkter och genomsnittet 14 punkter. Det innebär att dagens ersättningsmodell ger en rörlig ersättning endast för resultat som överträffar det historiska genomsnittet.

Diagram 5. De externa förvaltarnas utfall 2003-2012



Källa: Riksgälden

³¹ Mandaten är desamma som gäller för Riksgäldens interna förvaltning för att enklare kunna utvärdera såväl den egna som den externa förvaltningen.

³² Tidigare fanns det två steg i den rörliga ersättningen. Då erhöll förvaltarna 10 procent av avkastningen mellan 25 och 50 punkter och 25 procent av avkastningen som översteg 50 punkter.

Under den senaste tioårsperioden har Riksgäldens fasta avgifter uppgått till 94 miljoner kronor medan den rörliga ersättningen summerat till 112 miljoner kronor. Medianen för den rörliga ersättningen är dock bara en miljon kronor. En betydande del av den rörliga ersättningen, 91 miljoner kronor, utgick under två enskilda år i samband med finanskrisen när förvaltarna redovisade mycket goda resultat.

6.2 Allmänt om kostnader för extern förvaltning

Den traditionella kostnadsstrukturen för absolutavkastande förvaltning i fondformat, s.k. hedgefonder, är 2,0 procent i fast avgift plus 20 procent av en beräknad (över)avkastning i rörlig avgift. Studier över avgifter visar att efter rabatter så ligger den faktiska fasta avgiften på 1,4–1,6 procent och den rörliga på 19 procent.³³ Diskretionär förvaltning av den typ Riksgälden lägger ut har i grunden en liknande avgiftstruktur men den är beroende av hur mandatet är specificerat, dess storlek samt vilket renommé och förhandlingsposition som uppdragsgivaren har.

Ett problem som uppstår när man vill jämföra diskretionära uppdrag är att avgiften ofta är hemlig. Norges Bank Investment Management (NBIM) har dock öppet redovisat hur de arbetar.³⁴ De är tydliga med att deras förhandlingsposition är olika stark beroende på förvaltare och produkt. Kostnaden för olika avtal skiljer sig markant, bland annat beroende på kvalitén på den inhandlade produkten/tjänsten.

NBIM:s avgifter baseras på synen att en rörlig kompensation är att föredra då det dels sänker den fasta avgiften betydligt och därtill bara utgår när förvaltaren skapar mervärde. Den fasta avgiften varierar men i genomsnitt har den uppgått till 12 punkter. Den rörliga ersättningen uppgår till 10–20 procent av överskottet. Överskottet räknas som avkastningen över ett bestämt index med ett tillägg på 1–2 procentenheter. Den rörliga ersättningen betalas ut över en längre period som ett skydd för NBIM ifall senare förvaltning skulle ge upphov till förluster. NBIM har också ett tak för hur mycket som kan betalas ut under ett enskilt år.

6.3 Utvärdering av Riksgäldens kostnader

Riksgäldens fasta kostnader för extern förvaltning är låga, bara 3 punkter. Till en del beror det på att mandatet är ganska snävt och risken är mycket låg, enligt en förvaltare 25 gånger lägre än deras mest likvärdiga fond.³⁵ Även med hänsyn till detta faktum är den fasta avgiften låg. Den är också låg jämfört med NBIM:s genomsnittliga fasta avgift på 12 punkter. Till en del har priset kunnat pressas genom att Riksgälden betecknas som en prestigekund. Det förhållandevis höga fiktiva beloppet som den

³³ Barclays Capital, Looking under the hood, augusti 2011, Mercers Global Assets Manager Fee Survey 2010.

³⁴ Norges Bank Investment Management, Fee structure in agreements with external managers, maj 2011.

³⁵ Intervju med Lars Eriksson. IPM 18 december 2013.

fasta avgiften beräknas på innebär också att den fasta ersättningen i kronor blir relativt sett högre än vad avgiften på tre punkter indikerar.

Riksgäldens rörliga avgift på 20 procent ligger i det övre intervallet av vad NBIM betalat och motsvarar standardersättningen i förvaltningsbranschen. En välrenommerad aktör som Riksgälden borde rent principiellt kunna få något lägre avgift än genomsnittet på 19 procent. Det finns två förklaringar till varför så inte är fallet; dels är den fasta avgiften låg, dels utgår den rörliga ersättningen inte på hela överskottet utan de första 20 punkterna förvaltaren presterar tillfaller Riksgälden, eller skattebetalarna om man så vill. Det bedöms vara ett relativt högt tröskelvärde, så pass högt att det förekommit att tilltänkta förvaltare tackat nej. Ett tecken på att ersättningen är rimlig är således att förvaltare avböjt uppdrag.³⁶

En vanlig utgångspunkt hos förvaltare är att den fasta avgiften ska täcka deras kostnader och generera viss vinst medan den rörliga ersättningen är deras chans till ”övervinster”.³⁷ En låg fast avgift bygger således på att det utgår en rörlig ersättning. Utan den möjligheten skulle den fasta avgiften vara betydligt högre. Uppdragsgivaren har att välja mellan en ansevärd högre fast avgift och ingen rörlig ersättning eller en förhållandevis låg fast avgift plus en rörlig ersättning.

Hur hög den fasta avgiften skulle bli om den rörliga ersättningen togs bort är en förhandlingsfråga. Ser vi till Riksgäldens historiska utfall skulle den fasta avgiften lite mer än fördubblas om förvaltarna skulle erhålla samma ersättning. Det finns då en risk att de mest framgångsrika förvaltarna lämnar då deras ersättning sjunker medan de mindre framgångsrikas ersättning skulle stiga. Det är därför inte självklart att nettot för Riksgälden eller skattebetalarna skulle bli detsamma även om ersättningen till förvaltarna vore densamma sett över en längre period.

Om vi studerar hur hedgefonder värderas så visar det sig att en fast vinst (fast avgift minus kostnader) värderas till 7 gånger. En rörlig vinst (rörlig ersättning minus bonus till förvaltarna) värderas till 4 gånger.³⁸ Om den värderingsnormen användes skulle uppgången i fast avgift motsvara 4/7 av den rörliga avgiften om denna tas bort. Många förvaltare vill dock ha en rörlig del varför det får bedömas som osäkert hur mycket den fasta ersättningen skulle behöva höjas för att de skulle kvarstå.

³⁶ Intervju med Lars Andrén och Jörgen Carlberg på Riksgälden 20 november 2013.

³⁷ Enligt Barclays Capitals publikation *Looking under the hood* (2011) är påslaget i snitt 30-40 procent, d.v.s. den fasta avgiften täcker kostnaden för tjänsten samt genererar en relativt god vinst.

³⁸ Barclays Capital, *Looking under the hood*, augusti 2011.

6.4 Alternativa vägar att sänka den rörliga ersättningen

Finansutskottets fråga är huruvida det går att reducera den rörliga ersättningen till de externa förvaltarna. Det går naturligtvis genom att höja den fasta avgiften. Frågan är om det är ändamålsenligt.

Det historiska utfallet, återgett i diagram 5, visar att 20 av totalt 55 utfall varit negativa. Av de 35 som resulterat i överskott skulle 16 stycken få rörlig ersättning med dagens ersättningsmodell. Om den rörliga ersättningen helt togs bort skulle dagens fasta avgift på drygt 10 miljoner kronor stiga väsentligt. Den skulle också utgå i de drygt 70 procent av fallen som i dag inte erhåller någon rörlig ersättning med dagens system.

En svårbedömd fråga är hur förvaltarnas förändrade incitamentstruktur skulle påverka deras beteende/förvaltning. En grundläggande hållning inom finansbranschen är att incitament är viktiga och att rörlig ersättning genererar bättre insatser och därmed bättre utfall. Det finns en risk att de bästa förvaltarna, som ju är de som tjänar på att ersättningen är rörlig, väljer bort Riksgälden om ersättningen inte innehåller någon rörlig komponent.

En annan metod för att sänka den rörliga ersättningen vore att sätta ett tak för ersättningen. Argumentet för det är att avkastning över en viss gräns – givet det riskmandat man arbetar med – beror mer på tur än skicklighet. Turfaktorn borde tillfalla beställaren, i förlängningen skattebetalarna, snarare än förvaltaren. Om det sätts ett tak på ersättningen så kommer det taket förmodligen att ligga på en nivå som förvaltarna inte förväntar sig att uppnå under normala omständigheter. Om vi studerar Riksgäldens historik i diagram 5 är det sannolikt bara fyra utfall som skulle ha påverkats av ett tak. Dessa inföll under finanskrisen när marknadsprissättningen förändrades extremt kraftigt under kort tid vilket är en viktig förklaring till de exceptionella resultaten.

Som nämndes anser Riksgälden att en rimlig målsättning för en framgångsrik förvaltare är ett resultat på mellan 20 och 75 punkter. Om Riksgälden hade haft ett tak på ersättningen vid 75 punkter så hade den rörliga ersättningen blivit 45 miljoner kronor istället för det faktiska utfallet på 112 miljoner kronor. Det ser bestickande ut. En nackdel med ett tak är emellertid att förvaltarens incitament att förbättra resultatet försvinner om/när taket nås. I ett sådant läge leder lyckade investeringar enkom till att Riksgäldens resultat förbättras medan dåliga investeringar leder till en reduktion av förvaltarens rörliga ersättning. En klassisk strategi för förvaltare i sådana fall är att låsa in vinsten och avveckla sina positioner. Det säkrar ett gott utfall för såväl förvaltaren som Riksgälden men samtidigt upphör möjligheten till ännu bättre resultat. De 67 miljoner kronor som Riksgälden betalade ut för resultaten som översteg ett

tänkt tak utgjorde 25 procent (enligt tidigare regler) av vinsten. Sälunda gjorde Riksgälden en nettovinst på cirka 200 miljoner kronor på det resultat som översteg 75 punkter. Det får bedömas som mycket osäkert hur stor den vinsten hade blivit om det funnits ett tak.

En annan möjlighet att reducera den rörliga ersättningen vore att införa vad som branschen kallar high-water mark. Det innebär att innan en förvaltare kan ta ut rörlig ersättning måste eventuella historiska förluster återvinnas.³⁹ Att kräva high-water mark har allt mer blivit standard inom branschen och det kan därtill upplevas som rimligt att återtagande av tidigare förluster inte berättigar till extra ersättning. Nackdelen består av att en förvaltare som gjort betydande förluster får en dålig incitamentstruktur vilket kan få negativa effekter. Å andra sidan brukar Riksgälden byta ut förvaltare som redovisar negativa resultat så effekten av att införa high-water mark kan vara begränsad.

6.5 Slutsatser

Riksgäldens ersättning till de externa förvaltarna tycks vara i linje med vad en attraktiv kund kan förväntas få betala. Det faktum att förvaltare nekat att ta uppdrag av Riksgälden med hänvisning till ersättningsvillkoren talar för att villkoren är rimligt avvägda.

Det är naturligtvis möjligt att sänka den rörliga ersättningen genom att höja den fasta ersättningen. Det är dock osäkert om det är ändamålsenligt. Med dagens system utfaller den rörliga ersättningen bara när förvaltarna presterar en bit högre än den historiska avkastningen. Det innebär att den rörliga ersättningen bara utgår när förvaltningen givit ett gott resultat, d.v.s. i slutändan sänkt kostnaden för skattebetalarna. En fast avgift förändrar förvaltarens incitamentstruktur vilket kan påverka nettoresultatet för den externa förvaltningen. En alltför stark fokusering på de rörliga avgifterna kan därför vara negativt.

En möjlig väg är att, likt Norges Bank Investment Management, sätta ett tak på den rörliga ersättningen. I ren teknisk bemärkelse skulle ett sådant tak ha sänkt den rörliga ersättningen med 60 procent under den senaste tioårsperioden. Det finns dock en betydande risk att förvaltarna ändrar sitt beteende om det finns tak för ersättningen och att nettot riskerar att bli negativt för Riksgälden. Om det funnits ett tak historiskt och förvaltarna, vilket inte vore ett ovanligt beteende, hade avvecklat sina positioner när taket uppnåddes skulle nettoresultatet för Riksgälden ha försämrats med 200 miljoner kronor. Med tanke på att det enligt Riksgäldens bedömning är mindre san-

³⁹ Utan high-water mark kan en förvaltare vars fond halveras i värde år 1 ta ut rejäl ersättning år 2 om fonden under året fördubblar sitt värde, d.v.s. återgår till ursprungsvärdet. Med high-water mark utgår ingen ersättning förrän ursprungsvärdet överträffats.

nolikt att en framgångsrik förvaltning kan generera mer än ett tänkt tak på 75 punkter kan det dock vara positivt om förvaltaren stänger ned sina positioner och säkrar detta resultat. Om det är turfaktorn som genererat en extremt hög avkastning kan ju denna vända och sänka resultatet.

Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning

Ekonomistyrningsverket har i regleringsbrevet för 2013 fått i uppdrag att genomföra en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning för perioden 2009–2013. 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 2009–2013, vilken ska lämnas till riksdagen senast den 25 april 2014.

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 2009 – 2013 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera de rörliga ersättningarna till de externa förvaltarna samt analysera om ersättningsmodellen är ändamålsenligt i förhållande till målet för statsskuldspolitiken (kostnadsminimering med beaktande av risk).

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 2009–2013. Då åren 2009–2011 utvärderats tidigare bör granskningen framförallt fokusera på åren 2012 och 2013.

I samband med utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning 2007–2011 utvärderades provisionskostnaderna specifikt av den externa granskaren. Resultatet av utvärderingen var att anslagen för provisionskostnader och räntekostnader ska ses i ett sammanhang (se Skr. 2011/12:104 s. 32 samt s. 18-22). I Finansutskottets betänkande 2012/13: FiU4 (s. 8-9) framgår att utskottet delar regeringens bedömning att

den nuvarande ordningen väl tjänar syftet att minimera kostnaderna för statsskulden. Finansutskottet delar regeringens bedömning att flexibilitet är viktigt för att kunna välja det mest kostnadseffektiva upplåningsinstrumentet. Med utgångspunkt i utvärderingen anser finansutskottet samtidigt att det kan finnas anledning för regeringen att undersöka möjligheterna att reducera de rörliga ersättningarna till de externa förvaltarna. ESV ska analysera om den nämnda ersättningsmodellen är ändamålsenligt i förhållande till målet för statsskuldspolitiken (kostnadsminimering med beaktande av risk).

Kompletterande önskemål: Finansdepartementet föreslår att Ekonomistyrningsverket analyserar huruvida Riksgäldskontorets förslag avseende styrning av valutaskulden är ändamålsenlig i förhållande till målet för statsskuldspolitiken. Det är också önskvärt att en analys görs av hur Riksgäldskontorets positionsverksamhet förhåller sig till nämnda förslag. Riksgäldskontorets förslag avseende styrningen av valutaskulden lämnades i Statsskuldens förvaltning Förslag till riktlinjer 2014–2017 (Fi2013/3491).

Avrapportering

Uppdraget ska redovisas senast den 14 mars 2014 i form av en skriftlig rapport till regeringen. Minst tre avstämningmöten ska hållas under arbetets gång.



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

ISSN:
ISBN:

Finansdepartementet

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 16 april 2014

Närvarande: Statsministern Reinfeldt, ordförande, statsråden Ask, Larsson, Erlandsson, Borg, Billström, Adelsohn Liljeroth, Ohlsson, Norman, Attefall, Kristersson, Elmsäter-Svärd, Ek, Löf, Enström, Arnholm

Föredragande: statsrådet Norman

Regeringen beslutar skrivelse 2013/14:196 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2009–2013