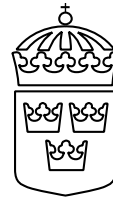


Regeringens skrivelse

2017/18:104



Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017

Skr.
2017/18:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 19 april 2018

Stefan Löfven

Per Bolund
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen utvärderar regeringen statens upplåning och skuldförvaltning under perioden 2013–2017. Utgångspunkten för utvärderingen är det av riksdagen beslutade målet för statsskuldspolitiken, att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas samt att förvaltningen ska ske inom ramen för de krav penningpolitiken ställer. Utvärderingen avser såväl regeringens styrning som Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Målet för statsskuldspolitiken är långsiktigt och utvärderas därför över rullande femårsperioder. Skrivelsen ska överlämnas till riksdagen senast den 25 april vartannat år.

Under 2016 och 2017 förlängdes statsskuldens löptid. Förlängningen medför minskade variationer i kostnaden för den nominella kronskulden. Bakom beslutet låg analyser om att kostnadsfördelen med att låna kort minskat. För statsskulden som helhet ökade löptiden från 4 till 5 år under utvärderingsperioden. Flexibiliteten i löptidsstyrningen har också utökats något i syfte att undvika omotiverade transaktionskostnader.

Styrningen av statsskuldens sammansättning i termer av skuldandelar var oförändrad åren 2013–2014. I riktlinjerna för 2015 ändrades styrningen av skulden i utländsk valuta så att valutaexponeringen gradvis ska minska de närmaste åren. Den årliga minskningstakten begränsas av ett tak på 30 miljarder kronor och planeras uppgå till 20 miljarder kronor. Ändringen gjordes mot bakgrund av att valutaexponeringen inte förväntas generera lägre kostnad samtidigt som räntekostnaderna varierar mer på grund av växelkursrörelser.

En låg statsskuld och ordning i statens finanser är de viktigaste faktorerna för att säkerställa låga kostnader för statsskulden. De senaste tjugo åren har Sverige successivt förbättrat de offentliga finanserna och därmed sänkt kostnaden för statsskulden. Den globala och svenska räntenedgången har också gett ett kraftigt bidrag till att sänka kostnaden för statsskuldsvärlden. Som exempel kan nämnas att den tioåriga genomsnittliga emissionsräntan för nominella statsobligationer minskat från 2 procent vid periodens början till ned mot 0,5 procent under periodens senare del. Räntebetalningarna har varierat mellan 20 miljarder kronor 2015 och 1,5 miljarder kronor 2016. De stora variationerna förklaras av valutakurseffekter och lägre överkurser i samband med emission. I genomsnitt uppgick räntebetalningarna på statsskulden till 11 miljarder kronor under utvärderingsperioden.

Upplåningen på privatmarknaden har bidragit till att minska kostnaden för statsskulden med 104 miljoner kronor under utvärderingsperioden. De senaste årens låga räntor har dock gjort att målet för de enskilda åren inte har uppnåtts sedan 2014. Av detta skäl beslutade Riksgäldskontoret i december 2016 att tillsvidare inte emittera nya premieobligationer. Marknadsförväntningar om långsamt stigande räntor och kostnader förknippade med att påbörja upplåningen igen gör att det är mycket tveksamt om upplåningsformen kommer att bli lönsam igen. Mot denna bakgrund avser regeringen att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att överväga om det är lämpligt att ha avvecklat premieobligationsupplåningen när de sista premieobligationerna löper till förfall 2021. En förutsättning för detta är att kostnaderna förknippade med att återuppta sparformen inte längre bedöms motiverade.

Det kvantitativa målet om att positionsverksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden har inte uppnåtts, eftersom positionsverksamheten visat ett sammantaget underskott på 84 miljoner kronor för utvärderingsperioden. Förlusten fanns framförallt i den externa förvaltningen vilken avvecklats under det första kvartalet 2018. Den interna positionsverksamheten motiveras utöver att sänka kostnaden och risken för statsskulden av att den ska bidra till ökad marknadskunskap och bättre beredskap att hantera besvärliga marknadssituationer och oförutsedda händelser.

Den okonsoliderade statsskulden uppgick till 1 328 miljarder kronor vid slutet av 2017, motsvarande 29 procent av BNP. I förhållande till utvärderingsperiodens början är statsskuldens andel av BNP 2 procentenheter lägre. Vidareutlåning till Riksbanken utgjorde 238 miljarder kronor av statsskulden. För dessa lån betalar Riksbanken ränta som motsvarar Riksgäldskontorets kostnader för upplåningen.

I slutet av 2017 blev kassaöverskottet i likviditetsförvaltningen betydligt högre än normalt. En kraftigt överskattad prognos av nettolånebehovet för 2017 och oväntat stora volymer marknadsvärdande repor har gjort att Riksgäldskontoret emitterat betydligt mer statsobligationer än vad som i efterhand visat sig vara motiverat. Riksgäldskontoret har sänkt emissionsvolymerna till de lägsta volymerna sedan 2007 och bedömer att det inte är lämpligt att dra ner emissionsvolymerna ytterligare för att direkt anpassa skulden till lånebehovet. Riksgäldskontoret bedömer att detta skulle riskera att försämra likviditeten så mycket att investerarna lämnar marknaden, vilket skulle kunna leda till sämre låneberedskap och

högre räntekostnader. Den sjunkande likviditeten på statsobligationsmarknaden utgör ett orosmoment för statsskuldförvaltningen. Skr. 2017/18:104

Vartefter utestående obligationer förfaller kommer kassaöverskottet att minska successivt. Den uppkomna situationen kommer att analyseras närmare och regeringen avser att återkomma i frågan. Regeringen har även för avsikt att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att inom ramen för nuvarande riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet om möjligt vidta ytterligare åtgärder så att kassaöverskottet återgår till historiskt normala nivåer. Uppdraget kommer även tydliggöra att Riksgäldskontoret ska beakta den uppkomna situationen i sitt förslag till riktlinjer för 2019.

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

Innehållsförteckning

1	Mål, ramverk och process för statsskuldförvaltningen.....	5
2	Utgångspunkter för regeringens riktlinjer	6
2.1	Statens lånebehov	7
2.2	Statsskulden.....	8
2.3	Lånemarknaderna	11
2.4	Den svenska kronan	13
3	Statsskuldens kostnad och risk.....	14
3.1	Statsskuldens kostnad.....	15
3.2	Risker i statsskuldförvaltningen.....	20
4	Redovisning av regeringens riktlinjebeslut och Riksgäldskontorets tillämpning av besluten.....	24
4.1	Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	24
4.2	Statsskuldens löptid.....	28
4.3	Marknads- och skuldvard	31
4.4	Positionstagande.....	34
4.5	Upplåning på privatmarknaden	38
4.6	Lån för att tillgodose behovet av statslån	41
5	Utvärdering av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning	42
5.1	Förvaltningsstrategier.....	43
5.2	Prognoser över nettolånebehovet	45
5.3	Upplåningen i sammandrag.....	47
5.4	Likviditetsförvaltningen	54
6	Penningpolitik och statsskuldspolitik.....	59
7	ESV:s uppföljning och regeringens kommentar till den	61
Bilaga 1	Ekonomistyrningsverkets rapport Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017	67
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 19 april 2018	147

1 Mål, ramverk och process för statsskuldskövalningen

Skr. 2017/18:104

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

Målet för statsskuldspolitikerna

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

Upplåningens ändamål

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

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

Bemyndigandet lämnas för ett budgetår i sänder.

Processen för styrning och utvärdering

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

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

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

Budgetmässig hantering av räntor på statsskulden

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

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

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

2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer

Sammanfattning: Under utvärderingsperioden ökade den okonsoliderade statsskulden med 182 miljarder kronor, från 1 146 miljarder kronor vid 2013 års början till 1 328 miljarder kronor vid 2017 års slut. Engångseffekter förklarar netto 65 miljarder kronor av skuldökningen. I förhållande till BNP minskade skuldandelen med 2 procentenheter från 31 till 29 procent.

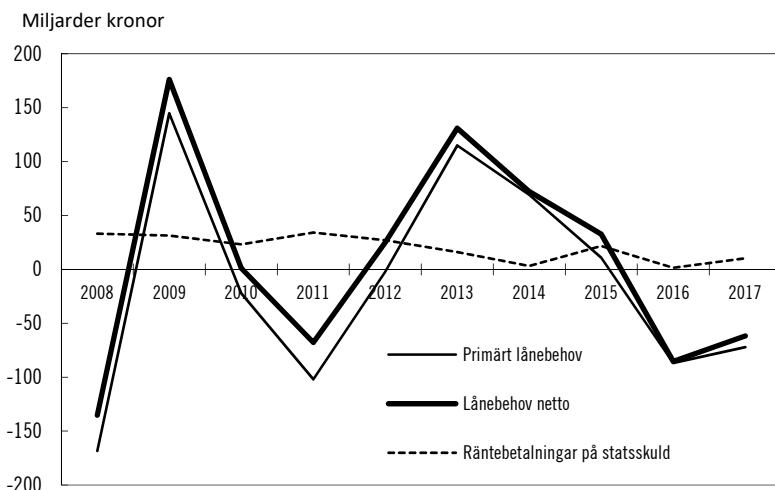
Såväl korta som långa statsräntor har varit historiskt låga under utvärderingsperioden. Den 10-åriga nominella statsobligationen har sjunkit från 1,5 procent vid periodens början till 0,75 procent vid periodens slut. Räntan på 3-månaders statsskuldväxlar har fallit från 1 procent till minus 0,75 procent. Den svenska kronan har under utvärde-

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

2.1 Statens lånebehov

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

Figur 2.1 Statens lånebehov



Källa: Riksgäldskontoret

En tillbakablick över de senaste tio åren visar att lånebehovet kan variera kraftigt mellan åren. År 2008 hade staten ett stort negativt lånebehov, dvs överskott i statens budget (figur 2.1). En stor del av överskottet kom från inkomster från försäljningen av Vin och Sprit AB och Vasakronan. Hösten 2008, när den globala finanskrisen bröt ut, skedde en kraftig inbromsning av konjunkturen. En direkt effekt blev att överskottet 2008 vände till ett stort underskott 2009. Av den kraftiga konjunkturinbroms-

ningen följde lägre skatteinkomster samtidigt som Riksgäldskontoret (på grund av krisen) lånade upp motsvarande 100 miljarder kronor i utländsk valuta för att stärka Riksbankens valutareserv. Den svenska ekonomin återhämtade sig 2010 så att budgeten visade balans detta år. Under 2011 fortsatte ekonomin att växa, statsfinanserna stärktes och lånebehovet minskade. År 2013 steg lånebehovet kraftigt igen, vilket i huvudsak berodde på att Riksgäldskontoret tog upp ytterligare 100 miljarder kronor i utländsk valuta för att förstärka Riksbankens valutareserv. Under 2014 och 2015 visade statens budget ett gradvis minskande underskott (positivt lånebehov). En fortsatt stark konjunktur och en del engångsvisa effekter gjorde att statens budget visade överskott (negativt lånebehov) på 85 respektive 62 miljarder kronor under 2016 och 2017.

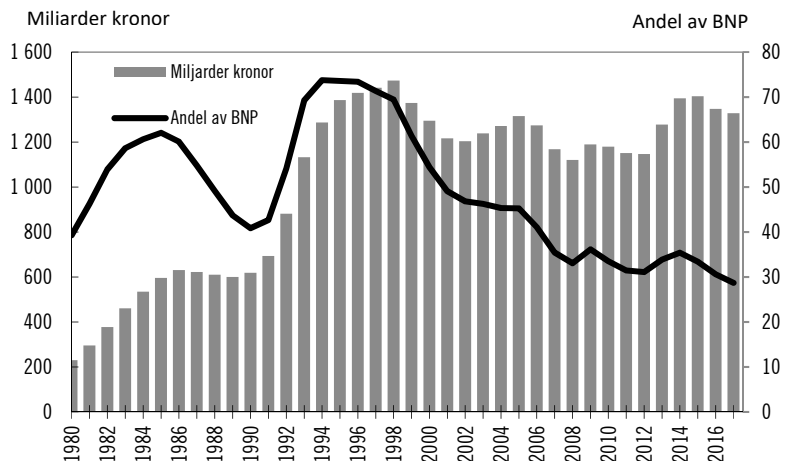
2.2 Statsskulden

Statsskulden ökar när statens budget visar underskott och minskar när budgeten visar överskott. Historiskt har statens budget visat större underskott än överskott vilket förklarar dagens statsskuld.

Statsskuldens utveckling i ett längre perspektiv

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

Figur 2.2 Okonsoliderad statsskuld



Källa: Riksgäldskontoret

Den första perioden av stigande statsskuld hade sin förklaring i höga oljepriser och dämpad internationell konjunktur. Vid denna tid pressades den svenska industrin av stora kostnadsökningar och försämrad konkurrenskraft (särskilt stål- och varvsindustrin). Efter flera devalveringar

under 1970-talets senare hälft förbättrades exportindustrins konkurrenskraft och i början av 1980-talet vände konjunkturen uppåt. Därefter följde flera år av hög ekonomisk tillväxt. I takt med att ekonomin växte började statsskulden som andel av BNP att minska.

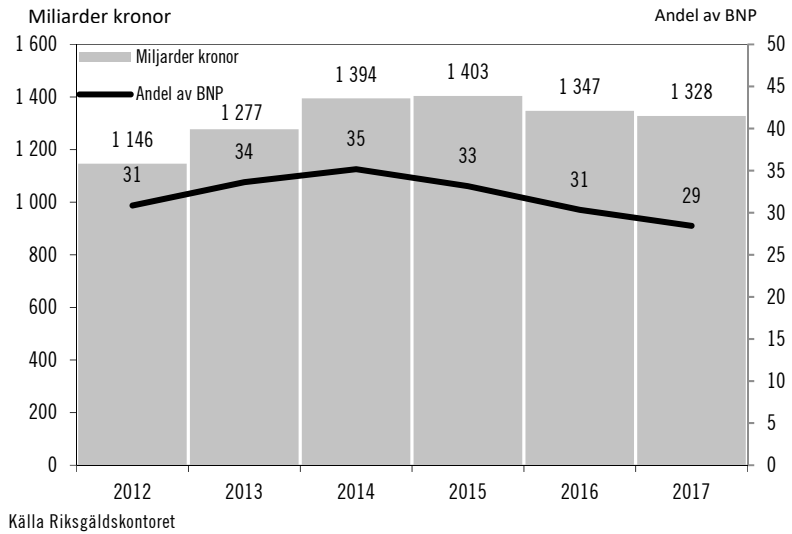
Den andra perioden av stigande statsskuld inföll under 1990-talet första hälft. Denna gång var orsaken en inhemsk och omfattande fastighets- och finanskris. I spåren av krisen följde en djup lågkonjunktur som försvagade statens finanser. Under senare delen av 1990-talet bidrog flera faktorer till att ekonomin började växa och till att statsfinanserna stärktes. Den fasta växelkurspolitiken övergavs och det kraftiga kronfallet gynnade svensk exportindustri. Ökad sysselsättning och stigande aktiepriser ledde till ökade skatteintäkter. Intäktsidan i statens budget stärktes även av det statliga innehavet av aktier i Telia AB såldes samt av att medel från AP-fonderna överfördes till staten i samband med att det nya pensionssystemet sjösattes. Dessutom vidtogs omfattande besparingsåtgärder för att stärka statens budget, en ny budgetprocess och ett nytt budgetpolitiskt ramverk inrättades.¹ Åtgärderna och konjunkturförstärkningen resulterade i att underskotten i statens budget successivt minskade för att runt millennieskiftet visa överskott igen.

Med undantag för 2009 och 2013 har statsskulden som andel av BNP minskat varje år sedan mitten av 1990-talet. Den ökade skuldkvoten nämnda år förklaras främst av de lån Riksgäldskontoret tog upp för Riksbankens räkning. Vi den längre tillbakablicken kan konstateras att statsskulden i absoluta tal nådde sin högsta nivå 1998 (1 450 miljarder kronor). Som andel av BNP var nivån som högst 1994 och 1995 (runt 75 procent).

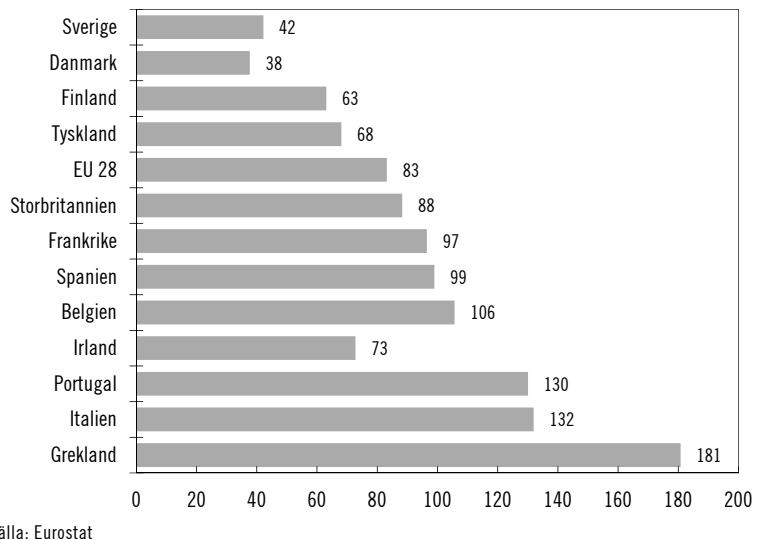
Statsskuldens utveckling under utvärderingsperioden

Den okonsoliderade statsskulden har under utvärderingsperioden 2013–2017 ökat med 182 miljarder kronor, från 1 146 vid 2013 års början till 1 328 miljarder kronor vid 2017 års slut. Av ökningen har engångsvisa effekter netto bidragit till 65 miljarder kronor av skuldökningen. Lånet till Riksbanken uttryckt i svenska kronor har ökat skulden med 150 miljarder kronor samtidigt som försäljning av aktier i Nordea och så kallade kapitalplaceringar på skattekonto minskat skulden. Som andel av BNP var statsskulden 31 procent vid periodens början och 29 procent vid periodens slut.

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

Figur 2.3 Okonsoliderad statsskuld*Maastrichtskulden*

Vid jämförelse av den offentliga sektorns skuldsättning i olika EU-länder används den s.k. Maastrichtskulden. Skuldmåttet avser hela den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld. För svenska förhållanden innebär detta att de interna skulderna mellan delsektorerna staten, kommunsektorn och ålderspensionssystemet dras ifrån. Den offentliga sektorn är organiserad på olika sätt i olika länder. Genom att Maastrichtskulden omfattar hela den offentliga sektorns skuldsättning ökar jämförbarhet länderna emellan.

Figur 2.4 Maastrichtskuld som andel av BNP 2016

För Sveriges del uppgick Maastrichtskulden till 42 procent av BNP vid 2016 års slut. Vid samma tillfälle uppgick motsvarande andel för EU som helhet till 83 procent, dvs. dubbelt så högt som för Sverige. Den svenska statsskulden är som andel av BNP därmed att betrakta som låg ur ett såväl ett historiskt som internationellt perspektiv.

Skr. 2017/18:104

Faktaruta: Olika mått på statsskulden

Det finns flera olika mått på statsskulden. De olika måtten används i olika sammanhang beroende på måttets syfte. Det officiella måttet kallas okonsoliderad statsskuld och motsvarar den skuld Riksgäldskontoret förvaltar. I budgetpropositionen använder regeringen i huvudsak måttet konsoliderad statsskuld, vilket visar statens skuld till aktörer utanför staten. Skillnaden mellan okonsoliderad och konsoliderad statsskuld utgörs av statliga myndigheters innehav av statspapper. Vid 2017 års utgång uppgick detta innehav till 63 miljarder kronor. Både okonsoliderad och konsoliderad statsskuld visar statens framtida åtaganden i termer av summerade nominella slutbelopp för Riksgäldskontorets utestående låneinstrument, med respektive utan myndigheternas innehav.

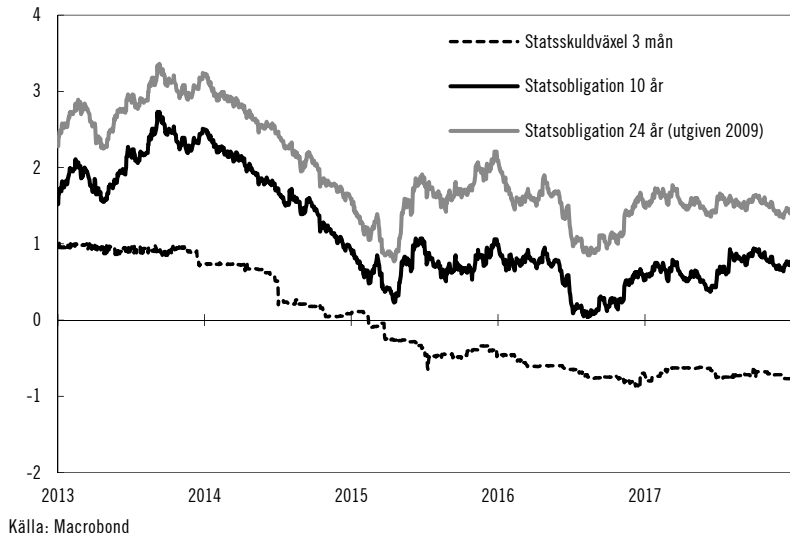
För styrning av statsskulden användes måttet statsskuldens summerade kassaflöde (SSK-måttet) under perioden 2007–2014. I riktlinjebeslutet för 2015 ändrades måttet till nominellt belopp. Det nya skuldmåttet är detsamma som okonsoliderad statsskuld justerat för fordringar i vidareutlåning och förvaltningstillgångar.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

2.3 Lånemarknaderna

Statens kostnad för att låna på olika löptider kan förenklat beskrivas med hjälp av avkastningskurvan på svenska statspapper. Avkastningskurvan har i regel en positiv lutning, vilket innebär att upplåning på kortare löptider (statsskuldväxlar) görs till lägre ränta än upplåning på längre löptider (statsobligationer). Den kortare upplåningen innebär dock att ränteomsättnings- och refinansieringsrisken ökar, eftersom skulden omsätts oftare till på förhand okända villkor. När avkastningskurvan är brant förstärks utbytesförhållandet mellan kostnad och risk, dvs. kostnaderna förväntas minska mer av en löptidsförkortning när avkastningskurvan är brant.

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

Figur 2.5 Svensk statsränta



I figur 2.5 visas hur den svenska statsräntan på tre olika löptider utvecklats under utvärderingsperioden. Som framgår föll räntorna relativt kraftigt under 2014 och inledningen av 2015. Investerarna hade då anpassat sina förväntningar om att reporäntan skulle vara låg under en längre tid. Därtill hade både Riksbanken och den europeiska centralbanken (ECB) påbörjat köp av statsobligationer i syfte att sänka hela avkastningskurvan och därmed påverka inflationen (s.k. kvantitativa lättnader). I takt med starkare signaler om den ekonomiska utvecklingen och då de mest akuta problemen i Euroområdet ansågs vara passerade steg de längre statsräntorna (även internationellt) under senare delen av 2015. Under 2017 har räntenivåerna varit något högre än under hösten 2016 men ändå på en historiskt mycket låg nivå.

Den korta statsräntan påverkas i hög utsträckning av Riksbankens reporänta och marknadens förväntningar om reporänta den närmsta tiden. I syfte att nå inflationsmålet (2 procent) sänktes reporäntan successivt från 2,00 procent i december 2011 till -0,50 procent i februari 2016. Därefter har reporäntan varit oförändrad under utvärderingsperioden. Räntan på statsskuldsväxeln med tre månaders löptid har i stort följt reporäntan, även om den periodvis varit både högre och lägre.



Källa: Macrobond

Ett sätt att beskriva avkastningskurvans lutning är att beräkna skillnaden mellan räntan på tioåriga statsobligationer och tremånaders statsskuldväxlar. Av figur 2.6 framgår att denna skillnad minskade betydligt i början av 2015 då de långa räntorna föll kraftigare än de korta. De korta räntorna har därefter fortsatt i linje med reporäntan medan de längre räntorna periodvis stigit. Som minst har skillnaden mellan räntan på den tioåriga statsobligationen och räntan på tremånadersväxeln varit 0,5 procent och som mest 1,5 procent. Den genomsnittliga skillnaden under perioden har varit 1,2 procent, vilket är något lägre än genomsnittet sett över den senaste tjugo åren (0,13 procent lägre).

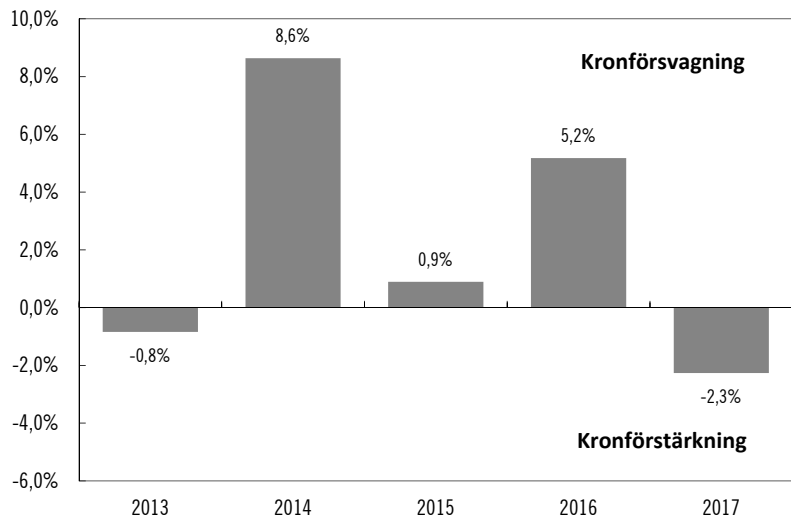
2.4 Den svenska kronan

Valutaskuldens storlek uttryckt i kronor påverkas av den svenska kronans styrka i förhållande till de valutor valutaskulden är exponerad mot (valutariktmärket). En starkare krona minskar valutaskulden uttryckt i kronor och vice versa. För länder med rörlig valutakurs (som Sverige) påverkas valutakursen av efterfrågan på den internationella valutamarknaden. Efterfrågan påverkas i sin tur av en mängd faktorer bl.a. förväntningarna på landets ekonomiska tillväxt, framtida ränteläge och inflation. I perioder med finansiell oro tenderar större valutor som amerikanska dollar och euro att stärkas, medan mindre valutor ofta faller i värde. Detta blev tydligt under finanskrisen 2008 och 2009 då den svenska kronan försvagades kraftigt både mot euron och mot den amerikanska dollarn. I takt med att finansmarknaderna stabiliserades och konjunktursignalerna blev mer positiva stärktes den svenska kronan. Sedan 2011 har kronan försvagats något i förhållande till euron. Under senare delen av 2014 och under våren 2015 stärktes den amerikanska

dollarn betydlig innan en försvagning inleddes strax före årsskiftet 2016/17.

I figur 2.7 framgår hur kronan utvecklats i förhållande till de valutor som Riksgäldskontoret beslutat ska ingå i valutariktmärket (dvs. andelarna i valutaskulden). Under hela utvärderingsperioden har euron utgjort mellan 45 och 65 procent av valutaskulden. Andra valutor som också ingått är schweizerfranc, japanska yen, US dollar, kanadensiska dollar och brittiska pund.² Sett över hela utvärderingsperioden har kronan försvagats med 11,6 procent i förhållande till valutorna i valutaskulden. Störst var försvagningen 2014 och 2016, medan kronan stärktes något under 2017.

Figur 2.7 Årlig förändring av kronans kurs mot valutaskulden



Källa: Riksgäldskontoret

3 Statsskuldens kostnad och risk

Sammanfattning: Emissionsräntorna följer den allmänna ränteutvecklingen. Under utvärderingsperioden har exempelvis den genomsnittliga räntan vid emissioner i nominella statsobligationer minskat från 2 procent vid periodens början till ned mot mellan 0,5 och 1 procent under periodens senare del. Räntebetalningarna har varierat mellan 20 miljarder kronor under helåret 2015 till 1,5 miljarder kronor under helåret 2016. Den stora variationen förklaras av valutakurseffekter och lägre överkurser i samband med emission. I genomsnitt uppgick räntebetalningarna till 11 miljarder kronor per år under utvärderings-

² I bilagans diagram 14 finns den exakta fördelningen av valutornas andel av valutaskulden under utvärderingsperioden.

perioden. I en situation då räntorna återgår till nivåer som varit historiskt normala kommer belastningen på statens finanser att öka.

Ränteomsättningsrisken har minskat under perioden. I termer av duration har löptiden för den totala statsskulden ökat från 4 till 5 år. Rörelsen är ett resultat av de löptidsbeslut som fattats i riktlinjerna för 2016 och 2017. Refinansieringsrisken i termer av lån som löper till förfall de närmaste tolv månaderna har minskat de senaste åren. Refinansieringsrisken reduceras även på andra sätt, bl.a. genom att upprätthålla upplåningskanalen till de internationella kapitalmarknaderna där stora volymer kan lånas på kort tid. I regel framträder refinansieringsrisken när statsfinanserna är svaga och behovet av nyupplåning är stort. Sveriges statsfinansiering bedöms som starka både ur ett historiskt och internationellt perspektiv.

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

För att på ett ändamålsenligt sätt kunna följa upp måluppfyllelsen i statsskuldshandlingen är transparenta och jämförbara kostnadsmått viktiga. Riksgäldskontoret fick därför i april 2016 i uppdrag av regeringen att analysera om utvärderingen av det övergripande målet för statsskuldshandlingen kan underlättas. I december 2016 redovisade Riksgäldskontoret sitt uppdrag till regeringen. I budgetpropositionen för 2018, dvs. under hösten 2017, ställde sig regeringen positiv till förslaget. Det nya kostnadsmålet kommer att användas från 2018, dvs från och med nästa utvärderingsskrivelse (se slutet av avsnitt 3.1).

3.1 Statsskuldens kostnad

Det övergripande målet för statsskuldshandlingen är att minimera den långsiktiga kostnaden med avseende på risk. En utvärdering av måluppfyllelsen är komplicerat av flera skäl. Ett av skälen är att det inte finns några naturliga aktörer att jämföra med, då Riksgäldskontoret är den dominerande statliga låntagaren. Ett annat skäl är att statsskuldens storlek gör att räntorna kan påverkas av vald upplåningsstrategi. Kostnaden för statsskulden utvärderas därför med hjälp av tre olika mått; räntebetalningar, periodiserade kostnader och genomsnittlig emissionsränta.

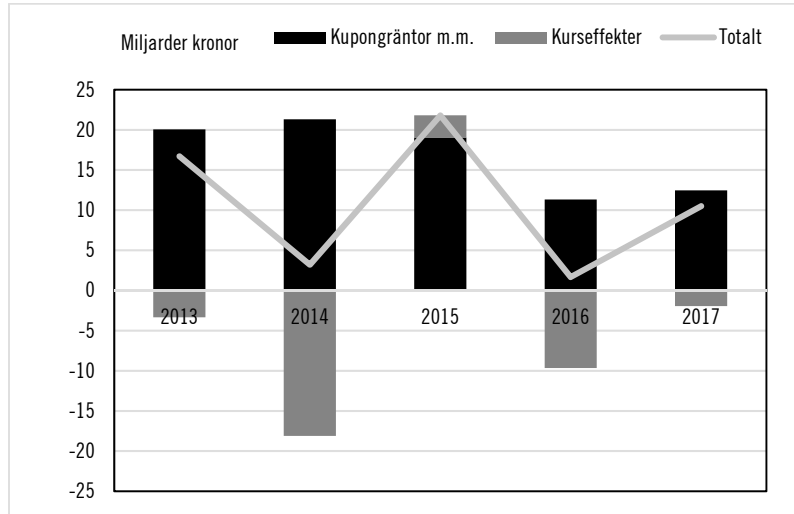
Räntebetalningar

På statsbudgeten redovisas statsskuldens räntor utgiftsmässigt, vilket i princip motsvarar räntebetalningar. Målet bygger på en nominell värderingsprincip för statsskulden och är direkt kopplat till kassaflöden. Räntebetalningarna finansieras via utgiftsområde 26 Statsskuldens räntor m.m. anslag 92:1 Räntor på statsskulden.³ Som framgår av figur 3.1 har

³ Utgiftsområde 26 Statsskuldens räntor m.m. ligger utanför utgiftstaket.

räntebetalningarna varierat kraftigt under utvärderingsperioden. För 2016 uppgick betalningen till 1,5 miljarder kronor, vilket var 20 miljarder lägre jämfört med 2015. För 2017 uppgick betalningen till 10,5 miljarder kronor. Den stora variationen förklaras av valutakurseffekter och lägre överkurser i samband med emission av statsobligationer. Räntebetalningarna uppgick i genomsnitt till 11 miljarder kronor per år under utvärderingsperioden.

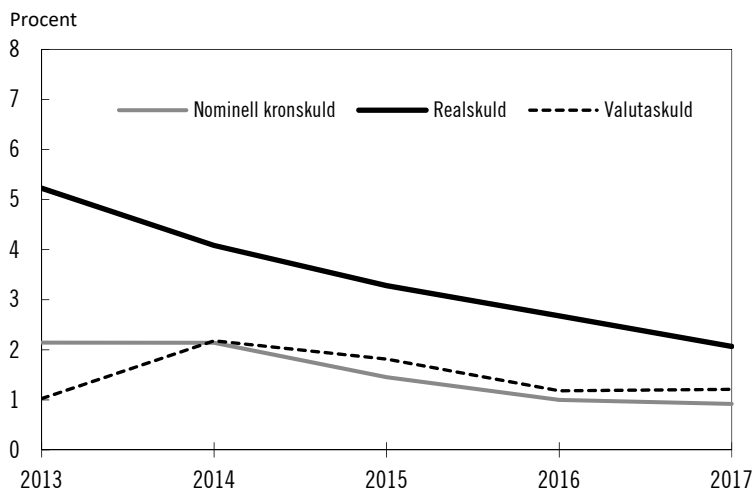
Figur 3.1 Räntebetalningar



Källa: Riksgäldskontoret

Periodiserad kostnad

Periodiserad kostnad bygger på upplupet anskaffningsvärde som periodiseras jämnt över instrumentets löptid. För den nominella kronskulden bestäms kostnaden av emissionsräntan och för real- och valutaskulden görs antaganden om framtida inflations- och valutakursutveckling. I beräkningarna har Riksgäldskontoret antagit att den framtida inflationen följer den s.k. break-eveninflationen. Det är den inflation som kan härledas från marknadens prissättning av realobligationer relativt nominella statsobligationer. Framtida valutakurser och korträntor antas ligga kvar på samma nivå som i slutet av beräkningsperioden, dvs. för 2018 antas den framtida valutakurserna och korträntorna ligga kvar på samma nivå som i slutet för 2017. Dessa antaganden ersätt efter hand med faktiska utfall vilket innebär att kostnaden bakåt i tiden revideras. Diagram 3.2 visar den periodiserade kostnaden för samtliga skuldslag.

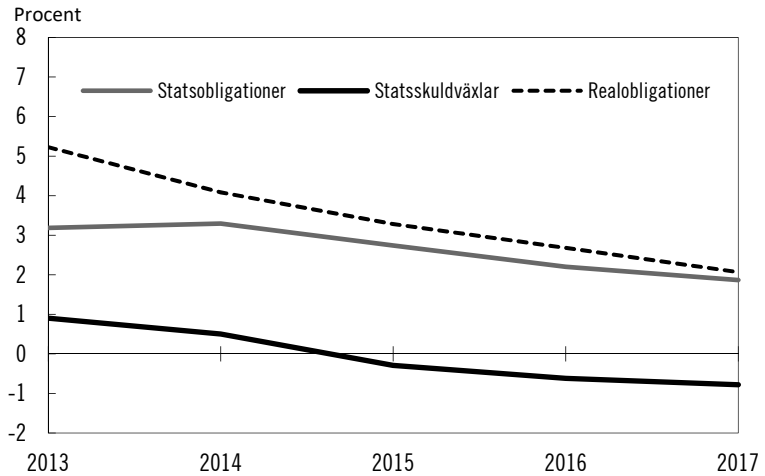


Källa: Riksgäldskontoret

Som framgår av figur 3.2 har den periodiserade kostnaden fallit för skulden i svenska kronor under utvärderingsperioden medan kostnaden för valutaskulden i princip är oförändrad. För den nominella kronskulden var kostnaden 0,9 procent under 2017, vilket är oförändrat jämfört med 2016 men ett trendbrott då kostnaden minskat under flera år.

För realskulden uppgick kostnaden till 2,1 procent 2017. Även kostnaden för realskulden har minskat under flera år. Dock har kostnaden för realskulden under lång tid varit högre än kostnaden för den nominella kronskulden. Detta beror i huvudsak på att löptiderna är längre i den reala skuldstocken, dvs. den reala stocken innehåller en större andel lån som togs för längre sedan till högre räntor, och på att räntan på längre löptider i allmänhet är högre.

Storleken på kostnaden för valutaskulden är i linje med föregående år, 1,2 procent. Kronans kurs påverkar storleken på valutaskulden. Som framgår av avsnitt 2.4 har kronans värde i förhållande till valutorna i valutaskulden stärkts med strax över 2 procent under 2017. För utvärderingsperioden som helhet har dock kronan försvagats med knappt 12 procent i förhållande till valutorna i valutaskulden. I figur 3.3 redovisas periodiserad kostnad för olika statspapper (skuldinstrument). Den allmänna räntenedgången har gjort att kostnaderna minskat. För upplåningen i statsskuldsväxlar där den utestående stocken omsätts snabbast har kostnaden t.o.m. varit negativ de senaste åren. Detta speglar i stor utsträckning Riksbankens reporänta vilken varit negativ sedan våren 2015.



Källa: Riksgäldskontoret

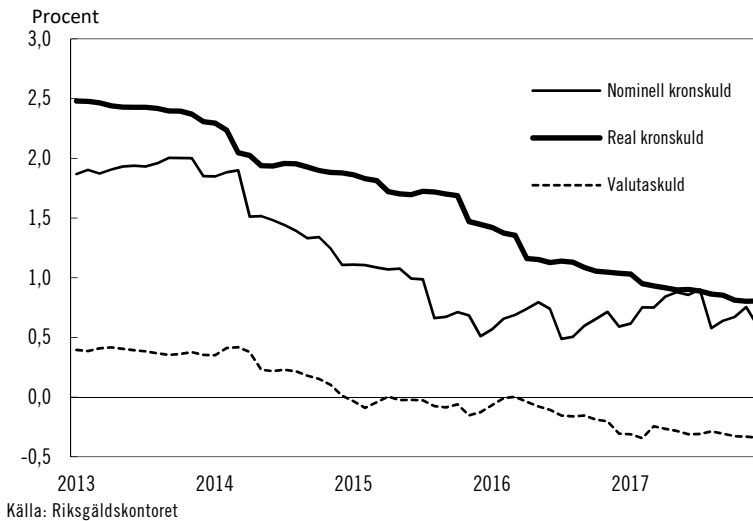
Genomsnittlig emissionsränta

Det övergripande kostnadsmåttet för styrning och uppföljning av statsskuld förvaltningen är den genomsnittliga emissionsräntan.⁴ Med emissionsränta avses den ränta (eller yield) som staten vid emissions-tillfället lånade till. På basis av lånens nominella belopp görs en sammanvägning av de räntor som de utestående lånen tagits upp till. Måttet ger enbart en ögonblicksbild av den genomsnittliga lånekostnaden och beaktar varken inflationskompensation eller valutakursförändringar.

De genomsnittliga emissionsräntorna har fallit i takt med den allmänna räntenedgången. De sista två åren, 2016 och 2017, var nivån för den nominella kronskulden i princip oförändrad runt 0,60 procent. Detta trots att emissionsräntorna var lägre på både penning- och kapitalmarknaden. Anledningen var att räntenedgången främst motverkades av att tidigare ingångna swappar förföll under året. Även för valutaskulden (dvs. den del av skulden som har kortast löptid) var nivån på ungefär samma kostnadsnivå som tidigare och i slutet av 2017 uppgick den till -0,34 procent. För den utestående realskulden sjönk den genomsnittliga emissionsräntan till 0,8 procent, från 1 procent 2016.

De olika skuldslagen är dock inte helt jämförbara i kostnadstermer. Löptiden skiljer sig åt vilket påverkar både kostnad och risk. För realskulden tillkommer även inflationskompensation, medan kostnaden för valutaskulden påverkas av valutakursutvecklingen.

⁴ Ofta används i stället den engelska benämningen av emissionsräntan "yield to maturity", vilket är den ränta som används för att beräkna priset på en obligation. Kuponger och över-/underkurser periodiseras därmed jämnt över löptiden. Den genomsnittliga emissionsräntan är därmed ett ändamålsenligt mått på statsskuldens kostnad, särskilt när instrumentet behålls till förfall.



Nytt kostnadsmått från 2018

I budgetpropositionen för 2018 ställde sig regeringen positiv till Riksgäldskontorets förslag om att införa ett nytt kostnadsmått för styrning och utvärdering av statskuldens förvaltning. Regeringen instämde även i Riksgäldskontorets bedömning av att en riktmärkes-baserad utvärdering inte bör införas, då nyttan av ett sådant riktmärke skulle bli begränsad samtidigt som den skulle kräva betydande resurser.

Riksgäldskontoret förslag lämnades i december 2016 efter ett uppdrag från regeringen i april 2016. Bakgrunden var att ESV i sin utvärdering till föregående utvärderingsskrivelse framförde att den periodiserade kostnaden är svår att förstå, bland annat för att den retroaktivt kan ändras för historiska perioder, och för att den inte på ett enkelt sätt kan jämföras mot marknadsdata och vedertagna avkastnings- och kostnadsmått. ESV föreslog därför att Riksgäldskontoret borde överväga att använda en förenklad metod som bygger på en värdering utifrån respektive instruments emissionsränta och där variationen i inflation och valutakurser kostnadsförs löpande. För att förbättra den löpande riskkontrollen ansåg ESV också att Riksgäldskontoret borde marknadsvärdera skulder och finansiella instrument löpande samt beräkna upplåningskostnader baserade på dessa marknadsvärden. ESV menade även att det saknas en redovisning av upplåningskostnadernas risk och rekommenderade därför Riksgäldskontoret att redovisa hur denna risk bör mätas. Slutligen rekommenderade ESV regeringen att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att utarbeta förslag till riktmärkesportföljer för att utvärdera Riksgäldskontorets upplåningskostnader.

Det nya kostnadsmättet innebär i korthet en modifiering av det nuvarande kostnadsmättet *periodiserad kostnad* så att det inte längre beror på antaganden om framtida händelser och därmed behöver revideras retroaktivt. Istället ska kostnader som uppkommer på grund av växelkursförändringar, inflationsuppräknning och återköp tas löpande i takt

Skr. 2017/18:104 med att de uppstår. Det nya riksmåttet utgörs av variationen i det nya kostnadsmåttet.

I Finansutskottets betänkande till föregående utvärderingsskrivelse⁵ konstaterades att transparenta och jämförbara kostnadsmått är nödvändiga för att effektiviteten och måluppfyllelsen i statsskuldförvaltningen ska kunna följas upp. Utskottet var därmed positiv till uppdraget som Riksgäldskontoret fick våren 2016. Utskottet ansåg också att resultatet av uppdraget bör följas upp i samband med nästa utvärdering, vilket härmed görs (se även bilaga avsnitt 5.2).

3.2 Risker i statsskuldförvaltningen

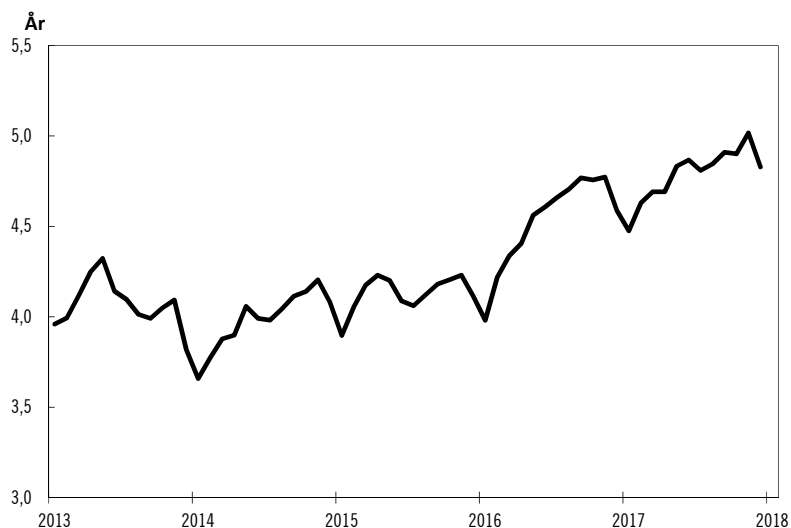
På övergripande nivå definieras risken i statsskulden som dess bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. En lägre statsskuld, som för med sig lägre kostnader, bidrar till en lägre risk eftersom variationen i kostnaderna (uttryckt i kronor) minskar när skulden är lägre. En lägre statsskuld 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 statsskuldförvaltningen. I stället redovisas olika typer av risker, varav de främsta är *ränteomsättningsrisk*, *refinansieringsrisk* och *finansieringsrisk* samt *motpartsrisk*. Riskerna i statsskuldförvaltningen begränsas på flera olika sätt i regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård. Starka och hållbara statsfinanser utgör dock den bästa försäkringen mot både refinansierings- och finansieringsrisk.

Ränteomsättningsrisk

Med ränteomsättningsrisk menas att räntan på skulden snabbt stiger om marknadsräntorna rör sig uppåt. Ju större andel av skulden som 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 löptiden i de olika skuldslagen (se avsnitt 4.2). Inom ramen för riktlinjerna fattar Riksgäldskontoret beslut om hur löptidsriktvärdena ska uppnås för de enskilda skuldslagen. I figur 3.5 visas löptiden för hela statsskulden i termer av duration.

⁵ Betänkande 2015/16:37 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015



Källa: Riksgäldskontoret

Av figur 3.5 framgår att löptiden i termer av duration har ökat från 4 till 5 år under utvärderingsperioden. Detta följer av de beslut om förlängd löptid som fastställdes i riktlinjerna för 2016 och 2017, men har till viss del även påverkats av att räntorna fallit.⁶ En längre duration innebär att ränteomsättningsrisken minskar eftersom en mindre andel av skulden omsätts varje år.

Det onormalt låga ränteläget har gjort att både emissionsräntor och periodiserade räntekostnader minskat betydligt under utvärderingsperioden. Som konstaterats i tidigare skrivelser kommer statsskuldens räntornas belastning på statens budget att öka kraftigt om räntorna återgår till nivåer som historiskt varit mer normala. En återgång till räntenivån som rådde 2003–2008, då räntan på en 10-årig statsobligation var 4–4,5 procent, skulle på lång sikt leda till att räntekostnaderna uppgår till 50 miljarder kronor jämfört med 10 miljarder kronor för 2017. Risken att räntekostnaderna ökar, i en situation då räntenivåerna stiger, kan endast begränsas genom att kraftigt förlänga löptiden på statsskulden. En sådan strategi är dock svår att genomföra i praktiken eftersom efterfrågan på riktigt långa obligationer är förhållandevis liten. I en situation när likviditeten på statspappersmarknaden är låg och lånebehovet litet kan kraftigt förlängda löptider även leda till att de regelbundna auktionerna blir så små att investerare lämnar marknaden. Detta kan leda till sämre låneberedskap. Den löptidsförlängning som gjorts under 2016 och 2017 bedöms i detta sammanhang som väl avvägd.

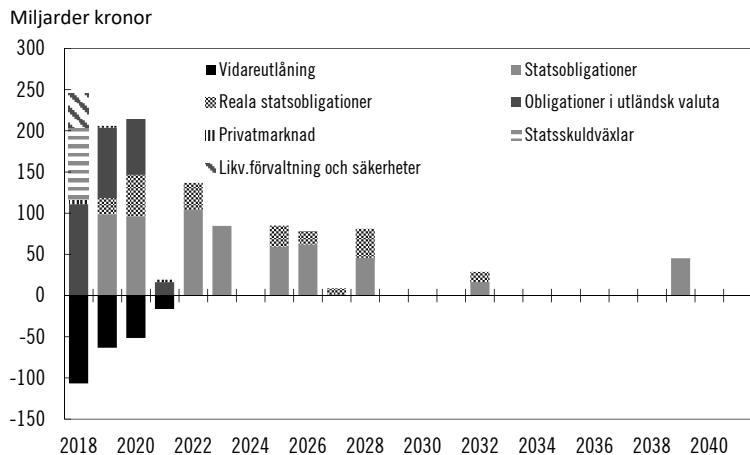
⁶ Durationsmättet påverkas av räntenivån, vilket gör att löptiden förflyttas vid kraftiga rörelser i marknadsräntan. En lägre marknadsränta förlänger durationen och vice versa.

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

Inom ramen för den långsiktiga låneplaneringen använder Riksgäldskontoret olika metoder för att reducera refinansieringsrisken. Genom att emittera små volymer i regelbundna auktioner sprids upplåningen ut över tiden. Detta minskar refinansieringsrisken samtidigt som ränteläget vid en enskild tidpunkt får mindre genomslag på upplåningskostnaden. Upplåningen görs främst i tioåriga statsobligationer, där efterfrågan är som störst. En annan åtgärd som minskat refinansieringsrisken är att en viss upplåning även gjorts på längre löptider än tolv år. Detta har spridit upplåningen över en längre tidsperiod. Genom upplåning i utländsk valuta har Riksgäldskontoret en utvecklad kanal till de internationella kapitalmarknaderna. Denna lånekanal ger möjlighet att låna upp stora volymer på kort tid. Sedan 2013 framgår det av riktlinjerna att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden. Sådan hänsyn togs dock även tidigare. Från 2015 finns en riktlinje om att upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap. Riksgäldskontoret beaktade även detta innan förtydligandet infördes i riktlinjerna.

Statsskuldens förfalloprofil visar hur stora belopp av den utestående skulden som förfaller varje enskilt år. I figur 3.6 visas förfalloprofilen inklusive fordringar som förfaller i form av vidareutlåning till Riksbanken. Fordringarna som avser vidareutlåningen till Riksbanken matchar i hög utsträckning obligationslånen i utländsk valuta.

Figur 3.6 Statsskuldens förfalloprofil i december 2017

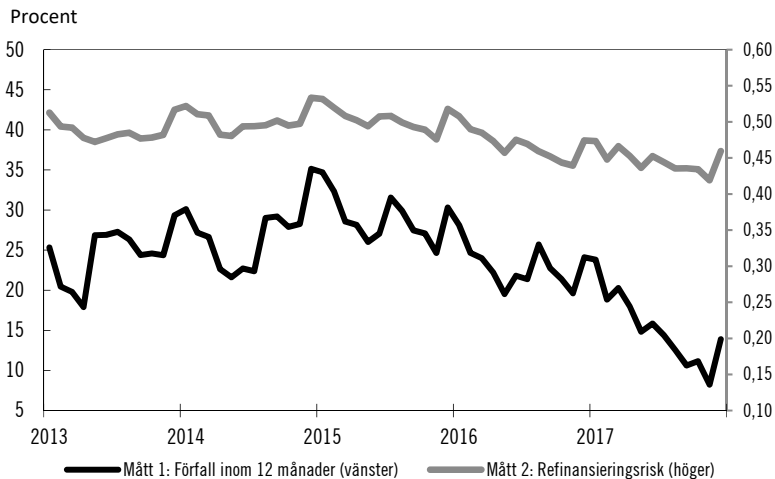


Källa: Riksgäldskontoret

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

Viktigast för refinansieringsrisken vid en given tidpunkt är volymen förfall i närtid. I figur 3.7 visas två mått på detta. Det första visar hur stor andel av skulden som förfaller inom tolv månader. Det andra är definierat så att ett lån med omedelbart förfall får värdet ett medan ett lån som aldrig skulle löpa till förfall får värdet noll. Samtliga lån vägs sedan samman och man erhåller ett tal mellan noll och ett för den totala statskulden. Som framgår av figuren uppvisar båda måtten samma mönster trots att mått 2 saknar den skarpa brytningen vid tolv månader. Figuren visar också ett tydligt säsongsmönster på grund av den omfattande penningmarknadsupplåningen runt årsskiftet.

Figur 3.7 Refinansieringsrisk



Källa: Riksgäldskontoret

Motpartsrisk

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

Likviditetsförvaltningens roll är att säkerställa att staten alltid kan fullgöra sina betalningar (se avsnitt 5.4). Riksgäldskontoret behöver

därför på daglig basis placera och låna medel. För att hantera motpartsrisken för dessa placeringar, finns limiter baserade på motpartens kreditvärdighet som begränsar maximal exponering och löptid.

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

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

Under 2017 inträffade inga väsentliga händelser som fick påverkan på Riksgäldskontorets kreditrisk. Placeringsbehoven i Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning var stora. Genom att placeringarna skedde hos motparter med god kreditvärdighet förekom en mycket begränsad risk-exponering. Vidare förekom få ändringar i motparternas kreditbetyg varav ett flertal till det bättre.

4 Redovisning av regeringens riktlinjebeslut och Riksgäldskontorets tillämpning av besluten

I detta avsnitt redovisas en sammanställning av regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under perioden 2013–2017. Regeringens bedömning av Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna redovisas också. Liksom tidigare har Ekonomistyrningsverket (ESV) bistått regeringen i utvärderingsarbetet (se bilaga).

4.1 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret har styrt den reala kronskulden och valutaskulden i enlighet med regeringens riktlinjer. Avvikelser från den långsiktiga målandelen för realskuldens andel bedöms som rimliga ur ett kostnadsperspektiv. Den årliga minskningstakten för valutaskulden har också hållits under det fastställda taket på 30 miljarder kronor som tillämpas sedan 2015.

Regeringen styr statsskuldens sammansättning främst med utgångspunkt att minska risken utan att öka kostnaderna. Under perioden 2011–2014 styrde regeringen statsskuldens sammansättning mot 15 procent valuta-skuld och 25 procent real kronskuld. Återstoden utgjordes av nominell kronskuld. År 2015 ändrades principerna för hur statsskuldens löptid och andelar ska beräknas. En konsekvens av detta blev att den långsiktiga målandelen för real kronskuld sänktes från 25 till 20 procent. Den faktiska andelen var dock oförändrad. Ändringen gjordes i syfte att öka transparensen och förenkla redovisningen. I korthet innebar ändringen att måttet nominellt belopp ersatte det tidigare måttet statsskuldens summerade kassaflöde. I tabell 4.1 redovisas regeringens styrning av statsskulden sammansättning under utvärderingsperioden.

Tabell 4.1 Styrning av statsskuldens sammansättning

	2013	2014	2015	2016	2017
	Målandel i procent, ny definition från 2015				
Real kronskuld	25 ¹	25 ¹	20	20	20
	Målandel i procent		Max minskning per år i mdkr		
Valutaskuld	15	15	30	30	30

¹ Andelarna 25 procent motsvarar 20 procent enligt den nya definitionen från 2015. Den faktiska andelen är således oförändrad.

Källa: Finansdepartementet

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

Förslag om att ändra styrmodell för valutaskulden lämnades redan i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2014. Riksgäldskontoret föreslog då att styrningen av den dåvarande fasta valutaandelen på 15 procent skulle bytas ut mot ett tak med samma andel. Regeringen valde dock att avvakta med förändringen. Skälet var att betänkanudet från utredningen om översyn av statsskuldpolitiken (dir. 2013:17) borde väntas liksom beslut angående utredningen om Riksbankens finansiella

Skr. 2017/18:104 oberoende och balansräkning. Det bedömdes inte heller finnas starka skäl som pekade på att det ur kostnadsperspektiv skulle vara ogynnsamt att behålla andelen för valutaskulden oförändrad. Av Riksgäldskontorets riktlinjeförslag framgick att man även med den föreslagna styrmodellen hade för avsikt att behålla den nuvarande valutaandelen under 2014.

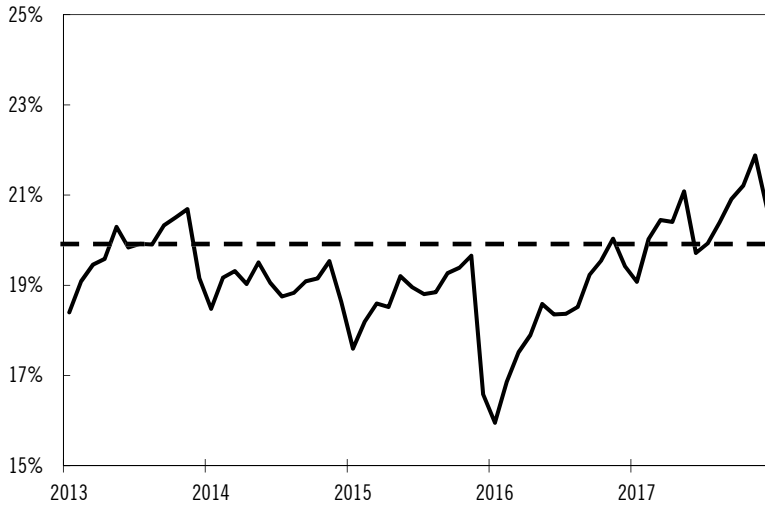
Skälen för regeringens bedömning

Real kronskuld

Andelen real kronskuld har under perioden 2013–2017 i genomsnitt varit 19,3 procent, vilket ska jämföras med den långsiktiga målandelen på 20 procent.⁷ Som högst var andelen 21,9 procent och som lägst 16,0 procent (figur 4.1). Svårigheterna med att kostnadseffektivt styra andelen real kronskuld på kort sikt är väl kända sedan tidigare, vilket motiverar att målandelen är långsiktig. Andelen real kronskuld är en direkt konsekvens av skuldens totala utveckling som är svår att förutse. Säsongsmonster i lånebehovet, med stora nettoutbetalningar i december, bidrar också till svängningar i statsskuldens storlek. Till skillnad från styrningen av valutaskulden saknas en utvecklad marknad för derivat kopplade till realobligationer. Själva marknaden för realobligationer är också relativt liten, vilket begränsar Riksgäldskontorets möjlighet att på ett kostnadseffektivt sätt styra den utestående volymen. En kraftig ökning av emissionsvolymerna skulle på kort sikt riskera att driva upp realobligationsräntorna och skapa osäkerhet om det framtida utbudet av realobligationer. En kraftig minskning, via återköp, är inte heller möjlig utan att merkostnader uppstår.

I föregående utvärderingsskrivelse (skr. 2015/16:104) konstateras att Riksgäldskontoret i sina årliga förslag till riktlinjer tydligare än hittills bör redovisa skälen till varför andelen realskuld bedöms avvika från den långsiktiga målandelen på 20 procent. I riktlinjeförslaget för 2017 lämnades en tillfredsställande redovisning om varför andelen realskuld förväntades ligga något lägre än målnivån under 2017. Utfallet för 2017 visade dock att andelen realskuld blev något högre än målandelen. Anledningen till detta var att statsskulden vid 2017 års slut blev lägre än beräknat (se avsnitt 5.2).

⁷ Både målandel och utfall beräknat enligt definitionen från 2015.

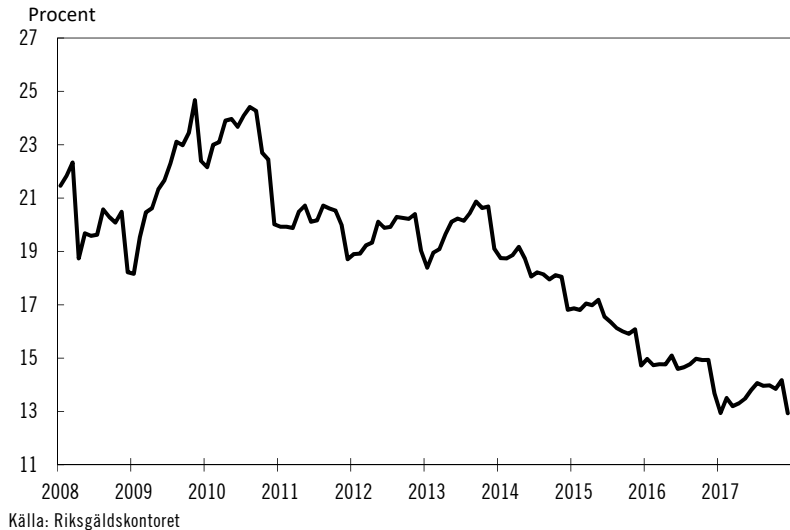


Källa: Riksgäldskontoret

Valutaskuld

I föregående utvärderingsskrivelse (skr. 2015/16:104) konstateras att andelen valutaskuld under åren 2013 och 2014 har hållits inom styrintervall ± 2 procentenheter i förhållande till målandelen 15 procent. I riktlinjerna för 2015 ändrades andelsstyrningen så att valutaskulden skulle minska med högst 30 miljarder kronor per år. Av riktlinjebeslutet framgick att minskningstakten ska beräknas exklusive förändringar i kronans valutakurs. Beräknat på detta sätt minskade valutaskulden med 28, 23 och 15 miljarder kronor under respektive år 2015–2017. Den årliga minskningen var därmed inom taket på 30 miljarder kronor samtliga år. Minskningen under 2016 gjordes främst genom att Riksgäldskontoret växlade japanska yen och amerikanska dollar. Valutavalet gjordes utifrån bedömningen att detta var det mest effektiva sättet att minska risken i valutaskulden. För att undvika växlingar vid ett fåtal ogynnsamma tillfällen gjordes växlingarna i jämn takt under året. Under 2017 gjordes minskningen genom neddragning i kanadensiska dollar, euro, brittiska pund och amerikanska dollar.

I figur 4.2 redovisas valutaskulden till aktuell valutakurs och som andel av statsskulden under hela utvärderingsperioden. Andelen är beräknad enligt den princip som slogs fast i riktlinjerna för 2015, vilket innebär att valutaskulden får en större vikt än med tidigare mått (för realskulden är det tvärtom). Skillnaden mellan måtten varierar med några procentenheter över tiden beroende på skuldens sammansättning. Det tidigare riktvärdet på 15 procent motsvarar omkring 20 procent med det nya måttet.

Figur 4.2 Valutaskulden som andel av statsskulden

4.2 Statsskuldens löptid

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

Redovisning av regeringens riktlinjer

Inledning

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

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

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

Skr. 2017/18:104

	2013	2014	2015 ⁸	2016	2017
Valutaskuld	0,125	0,125	0,125	0–1	0–1
Realkronskuld	7–10	7–10	6–9	6–9	6–9
Nominell skuld					
upp till 12 år till förfall	2,7–3,2	2,7–3,2	2,6–3,1 ⁹	2,6–3,6	2,9–3,9
mer än 12 år till förfall ¹⁰	70 mdkr	70 mdkr	70 mdkr	70 mdkr	70 mdkr

Källa: Finansdepartementet

Löptiden i valutaskulden

Valutaskuldens räntebindningstid styrdes mot riktvärdet 0,125 år fram till 2016 och mot intervallet 0–1 år under 2016 och 2017. Införandet av löptidsintervallet 2016 innebär att styrningen tar sikte på en något längre löptid än tidigare (fyra och en halv månad längre). I riktlinjebeslutet angavs att löptidsförlängningen kan uppnås genom minskad användning av derivat.

Löptiden i den reala kronskulden

Under 2013–2014 styrdes löptiden i den reala kronskulden av intervallet 7–10 år. I riktlinjerna för 2015 sänktes intervallet till 6–9 år som en konsekvens av att löptidsmålet ändrades. Den faktiska löptiden var dock oförändrad. Intervallet har varit oförändrat under 2016 och 2017.

Löptiden i den nominella kronskulden

Under 2013 och 2014 var intervallet 2,7–3,2 år för den nominella kronskulden med upp till tolv år till förfall och riktvärdet för instrument i nominell kronskuld med mer än tolv år var 70 miljarder kronor. I riktlinjebeslutet för 2014 förtydligades att volymriktmärket ska betraktas som långsiktigt, vilket tidigare endast framgick av motivtexten. Motivtexten i riktlinjebeslutet anger att ökningstakten i förhållande till riktvärdet ska vägas mot kostnad och risk för upplåning i andra löptider. Riksgäldskontoret ska även beakta den statsfinansiella utvecklingen på så sätt att ett ökat lånebehov kan leda till att det långsiktiga riktmärket uppnås tidigare än annars. I riktlinjerna för 2015 medförde bytet av löptidsmål att intervallet för instrument med upp till tolv år till förfall sänktes med 0,4 år till 2,3–2,8 år. I mars 2015 höjdes dock intervallet med 0,3 år för att återställa styrningen till samma risknivå som i riktlinje-

⁸ I riktlinjebeslutet för 2015 ersatte duration det tidigare löptidsmålet genomsnittlig räntebindningstid. Som konsekvens av löptidsmåtsbytet sänktes intervallet för den reala kronskulden med ett år och för den nominella kronskulden med instrument upp till tolv år med 0,4 år. Löptidsriktvärdet för valutaskulden ändrades inte, eftersom skillnaden mellan de båda måtten var försumbar för detta skuldslag.

⁹ I riktlinjebeslutet för 2015 fastställdes löptidsintervallet till 2,3–2,8 år. Den 12 mars 2015 höjdes löptidsintervallet med 0,3 år för att återställa styrningen till samma risknivå som i riktlinjebeslutet för 2015 (dnr. Fi2015/929). Bakgrunden till ändringen var att durationen blev markant längre när marknadsräntorna föll kraftigt under senhösten 2014 och under inledningen av 2015. Riksgäldskontoret lämnade förslag till nämnda beslut.

¹⁰ Långsiktigt riktvärde för utestående volym.

beslutet för 2015. Bakgrunden var att marknadsräntorna föll kraftigt under senhösten 2014 och under inledningen av 2015, vilket fick durationen att bli markant längre än när Riksgäldskontoret lämnade förslag till nämnda beslut.

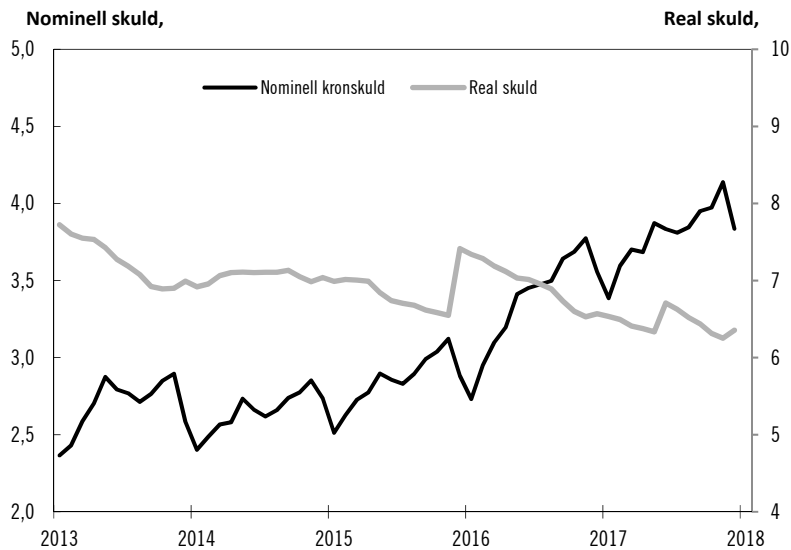
I riktlinjebesluten för 2016 beslutade regeringen, efter förslag från Riksgäldskontoret, att förlänga och bredda löptidsintervallet för den nominella kronskulden med upp till tolv år till förfall. Mittpunkten i det nya intervallet (2,6–3,6 år) förlängdes med tre månader samtidigt som intervallet breddades med 6 månader. Löptidsförlängningen motiverades av att kostnadsfördelen med kortfristig upplåning blivit mindre än tidigare samt att löptidspremierna förväntas vara låga under en överskådlig tid. Motiveringen till att bredda löptidsintervallet var att stärka förutsättningarna för en ändamålsenlig låneplanering. Genom att öka flexibiliteten kan onödiga transaktionskostnader undvikas som t.ex. när lånebehovet avviker från prognosen eller om förutsättningarna på swappmarknaden förändras. Införandet av duration som löptidsmått motiverade också ett bredare intervall. Durationsmättet påverkas av ränterörelser, vilket gör att löptiden förflyttas vid kraftiga rörelser i marknadsräntan. I riktlinjebeslutet för 2017 förlängdes löptiden i den nominella kronskulden med upp till tolv år till förfall med ytterligare 0,3 år. Motiveringen var densamma som föregående år. Det sätt på vilket förlängningen skulle uppnås var också detsamma som föregående år, dvs. genom minskad användning av swappar. Av riktlinjerna framgår att temporära avvikelser från löptidsintervallen får förekomma. Syftet med denna regel (och intervallen) är att inte framtvunga kostsamma transaktioner på grund av exogena händelser som gjort att durationen blivit längre eller kortare än avsett.

Skälen för regeringens bedömning

Löptiden i valutaskulden (i termer av duration) var under utvärderingsperioden i genomsnitt 0,13 år. Som högst var den 0,21 år och som lägst 0,09 år.¹¹ Under 2017 var valutaskuldens genomsnittliga duration 0,2 år, dvs i undre delen av intervallet 0–1 år. För den reala kronskulden har löptiden minskat från knappt 8 år till drygt 6 år under perioden och under 2017 var den genomsnittliga durationen i detta skuldsdrag 6,4 år. Detta var i undre delen av intervallet 6–9 år.

För den nominella kronskulden varierar durationen mer än för de båda andra skuldslagen. Anledningen är att upplåningen i nominell kronskuld täcker ojämnheter i statens betalningar under året. Upplåningen planeras för att vara i mitten av styrintervall. Under utvärderingsperioden har durationen för den nominella kronskulden ökat från 2,5 år till knappt 4 år. Under 2017 var den genomsnittliga durationen 3,8 år vilket var i den övre delen av intervallet 2,9–3,9 år.

¹¹ Utvärderingen av valutaskuldens löptid har gjorts i termer av duration för hela utvärderingsperioden. Skillnaden mellan måtten duration och räntebindningstid är försumbar för valutaskulden, eftersom löptiden är så kort.



Källa: Riksgäldskontoret

Den utestående volymen instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall uppgick till 58 respektive 62 miljarder kronor vid utgången av 2016 respektive 2017. Detta är något lägre än riktvärdet på 70 miljarder kronor, men då riktvärdet är långsiktigt anses riktlinjen ändå vara uppfylld. I sammanhanget noteras också att den utestående volymen successivt har ökat under senare år.

4.3 Marknads- och skuldvard

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

Redovisning av regeringens riktlinjebeslut

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

Skälen för regeringens bedömning

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

- Riksgäldskontoret ska i alla sammanhang agera ansvarsfullt. I detta ingår att alltid behandla motparterna på ett sakligt och 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 transparens, förutsägbarhet och tydlighet arbetar Riksgäldskontoret med att upprätthålla goda investerarelationer, regelbundet publicera prognoser på upplåningsbehovet för kommande år, hantera upplåningen på ett konsekvent sätt med tydliga principer, ha tydlig kommunikation såväl i skrift som i kontakter med investerare och motparter, samt tillhandahålla detaljerad information om upplåning och statsskuld på webbplatsen riksgalden.se.

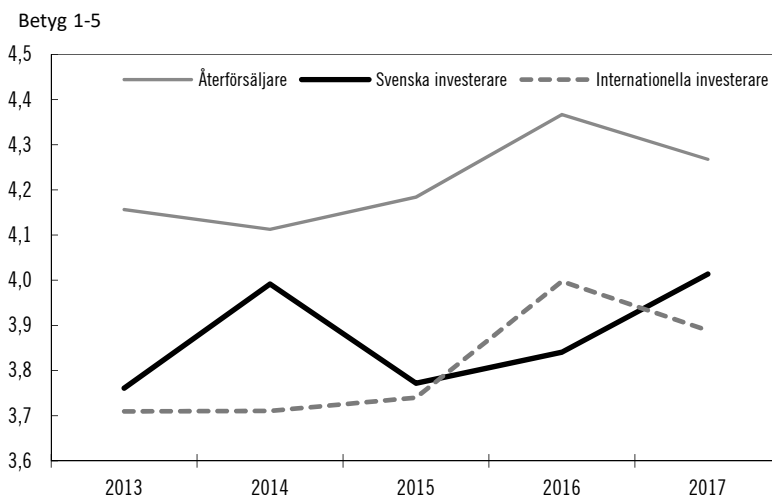
Vid försäljningen av statspapper använder Riksgäldskontoret återförsäljare (svenska och utländska banker), vilka har ensamrätt att lägga bud i de regelbundna auktionerna av statspapper. De knappt tio återförsäljarna lägger både bud för egen räkning och på uppdrag av investerare. Återförsäljarna har även tillgång till marknadsvårdande repor i reala och nominella obligationer samt i statsskuldväxlar som Riksgäldskontoret erbjuder. Vetskapen om att reporna finns gör det enklare för återförsäljarna att ställa priser, vilket gynnar likviditeten på marknaden. Under 2016 och 2017 har likviditeten på statsobligationsmarknaden successivt försämrats, vilket har inneburit att efterfrågan på marknadsvårdande repor ökat kraftigt. Detta beskrivs i avsnitt 5.4.

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

En viktig del i Riksgäldskontorets kommunikation till marknadsaktörerna utgörs av rapporten ”Statsupplåning – prognos och analys”, vilken publiceras tre gånger per år. I rapporten beskrivs detaljerat hur Riksgäldskontoret avser att finansiera statsskulden de två kommande åren. Rapporten syftar till att underlätta för marknadsaktörerna att bilda sig en uppfattning om statsskuldspolitiken. Riksgäldskontorets prognoser över nettolånebehovet, som publiceras i rapporten och ligger till grund för låneplaneringen, har i stort visat samma precision som övriga myndigheters prognoser (se avsnitt 5.2). Webbplatsen är den viktigaste kanalen för information om statens lånebehov och finansiering, auktionsvillkor och auktionsresultat. Av återförsäljarna uppgav 100 procent att de använder webbplatsen. Bland investerarna var motsvarande siffra 86 procent för de svenska och 91 procent för de internationella under 2017. Andelen återförsäljare som uppgav att informationen var lätt att hitta/överskådlig uppgick till 85 procent. Samma siffra för svenska investerare var 87 procent och av de internationella investerarna ansåg 100 procent att informationen var lätt att hitta/överskådlig.

På Riksgäldskontorets uppdrag har TNS SIFO Prospera sedan 2004 årligen genomfört en undersökning om hur Riksgäldskontorets återförsäljare och investerare uppfattar Riksgäldskontoret. Betyg ges på en femgradig skala där betyg 4 betecknas som ”utmärkt” och 3,5 som ”ganska bra”. I figur 4.4 redovisas hur förtroendet för Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet utvecklats.

Figur 4.4 Förtroende för Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet



Källa: Riksgäldskontoret/Prosperas undersökningar

I undersökningen för 2017 var det sammanfattande betyget från återförsäljarna 4,3.¹² Motsvarande betyg från de svenska och internationella investerarna var 4,0 respektive 3,9. Betyget från återförsäljarna och internationella investerare var något lägre än tidigare år, medan betyget från svenska investerare var högre.

Marknadsaktörerna får även rangordna betydelsen av Riksgäldskontorets strategier. I tabell 4.3 framkommer vilka strategier som aktörer bedömt som viktigast och vilket betyg respektive strategi har fått. Från 2013 har betygen successivt höjts och ligger över 4 på samtliga områden. Ett betyg har dock sjunkit, inom strategin marknadsvård genom byten i realobligationer. Anledningen till det sänkta betyget kan enligt Riksgäldskontoret vara att marknaden för realobligationer har fungerat sämre till följd av regleringar, Riksbankens återköpsprogram och lägre emissionsvolymmer.

Tabell 4.3 Marknadsaktörernas viktigaste områden och dess betyg

Marknadens viktigaste krav	2013	2014	2015	2016	2017
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,3	4,2	4,0	4,3	4,7
Marknadsvård genom byten i realobligationer ¹	3,8	3,6	4,0	4,3	4,1
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,1	4,0	4,0	4,1	4,4
Information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,0	4,2	4,0	4,2	4,4
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,2	4,3	4,1	4,2	4,4

Källa: Riksgäldskontoret

1) Frågan ställs enbart till återförsäljare

4.4 Positionstagande

Regeringens bedömning: Under utvärderingsperioden visar positionsverksamheten ett sammanlagt underskott på 84 miljoner kronor. Därmed har det kvantitativa målet om att positionsverksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden inte uppnåtts. I februari 2018 beslutade Riksgäldskontorets styrelse att delegera till riksgäldsdirektören att påbörja en ordnad avveckling av den externa förvaltningen.

De interna positionerna visade ett underskott på 16 miljoner kronor sett över hela utvärderingsperioden. Den interna positionsverksam-

¹² Undersökningen för 2017 genomfördes mellan den 26 november och den 20 december 2017. Total tillfrågades 13 återförsäljare och 58 investerare. Svarsfrekvensen uppgick till 88 procent.

heten motiveras utöver att sänka kostnaden och risken för statsskulden av att den bidrar till ökad marknadskunskap och bättre beredskap att hantera besvärliga marknadssituationer och oförutsedda händelser.

Skr. 2017/18:104

Redovisning av regeringens riktlinjebeslut

Inledning

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

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

Riksgäldskontorets utrymme att ta positioner har i stort varit oförändrat under utvärderingsperioden. I förslaget till riktlinjer för 2014 föreslog Riksgäldskontoret att mandatet i utländsk valuta skulle vara kvar på 450 miljoner kronor (mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet).¹³ Regeringen beslutade dock att sänka mandatet till 300 miljoner kronor. Som skäl angavs att det minskade mandatet begränsar risken för förluster samtidigt som positionsverksamheten fortfarande kan bidra till kostnadsbesparingar, även om potentialen för kostnadsbesparingar blir mindre. I beslutet resonerades även om de positiva effekter som positionsverksamheten anses bidra till, i termer av ökat marknadsfokus och breddad kompetens i finansiella frågor hos Riksgäldskontorets medarbetare. Från 2014 har mandatet varit oförändrat.

Tabell 4.4 Mandat för positionstagande

	2013	2014	2015	2016	2017
Daglig VaR vid 95 % sannolikhet	450	300	300	300	300
Den svenska kronans valutakurs, mdkr	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5

Källa: Finansdepartementet

Mandatet i kronans valutakurs

Mandatet i kronans valutakurs har varit 7,5 miljarder kronor under hela utvärderingsperioden. Inför 2017 års riktlinjebeslut föreslog dock Riksgäldskontoret att mandatet skulle höjas till 20 miljarder kronor för att kunna möjliggöra ett tillfälligt valutaamorteringsstopp på upp till ett år.

¹³ Enkelt uttryckt innebär VaR-måttet att man förväntar sig att förlora det fastställda beloppet eller mer var tjugonde dag, i genomsnitt.

Mandatet på 7,5 miljarder kronor möjliggör ett tillfälligt amorteringsstopp på 4,5 månader. Regeringen avvisade förslaget om höjt mandat med hänvisning till att det skulle kunna riskera att komma i konflikt med den förda penningpolitiken (se även avsnitt 6). Däremot infördes i riktlinjerna 2017 förtydligande om att positionstagningen även kan göras i riskreducerande syfte i enlighet med Riksgäldskontorets förslag.

Mandatet i kronans valutakurs gör det möjligt att ta till vara svängningar i kronans värde gentemot andra valutor för att därigenom sänka kostnaden för statsskulden. Mandatet härstammar från det avvikelseintervall runt amorteringsriktvärdet på valutaskulden som tillämpades fram till augusti 2008. Det dåvarande andelsmålet på 15 procent för valutaskulden uppnåddes vid denna tidpunkt. Mandatet för positioner i kronans valutakurs fastställs i miljarder kronor. För 2013 föreslog Riksgäldskontoret att mandatet skulle vara 15 miljarder kronor, medan regeringen beslutade 7,5 miljarder kronor. Mandatet har därefter varit oförändrat under utvärderingsperioden. Det halverade mandatet 2013 innebär att risken för förluster inom positionsverksamheten begränsas.

Skälen för regeringens bedömning

Riksgäldskontoret har i positionsverksamheten tagit betydligt mindre risk än vad som rymts inom de tilldelade mandaten. I den löpande positionstagningen var riskutnyttjandet i medeltal tre procent av det Value-at-Risk mandat som regeringen tilldelat Riksgäldskontoret. Samtidigt konstateras att positionsverksamheten visar ett sammanlagt underskott på 84 miljoner kronor under utvärderingsperioden, varav de externa förvaltarnas del av underskottet stod för 68 miljoner kronor (inklusive provisioner). Den interna positionstagningen visade under perioden ett underskott på 16 miljoner kronor. Det innebär att det kvantitativa målet om att verksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden inte har uppnåtts. Som konstaterats i tidigare utvärderingar är det svårt att kvantifiera i vilken utsträckning positionsverksamheten bidrar till positiva effekter som i sin tur kan bidra till att sänka kostnaden för statsskulden.

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

I riktlinjebeslutet för 2017 framgick att regeringen delar Riksgäldskontorets uppfattning i frågan. Det ökade marknadsfokus som positionsverksamheten medför bedöms stärka Riksgäldskontorets analysförmåga och omvärldsbevakning, liksom den operationella förmågan att exempel-

vis hantera komplicerade derivatransaktioner. Den ökade operationella kompetens som positionsverksamheten medför ger också bättre beredskap att hantera besvärliga marknadssituationer och oförutsedda händelser. I riktlinjebeslutet för 2017 konstaterades också att en högre marknadsnärvaro leder till att Riksgäldskontoret kan få bättre priser för transaktioner i den övriga upplåningsverksamheten, samt att vikten av det senare kommer att öka när Riksgäldskontoret tar över de statliga myndigheternas valutaväxlingar från våren 2017. Det konstaterades även att ramverket för positionsverksamheten omarbetats för att förbättra riskspridningen och möjligheten att förbättra resultaten.

Tabell 4.5 Resultat från positionstagning

	2013	2014	2015	2016	2017	Totalt	Snitt
Intern	235	-216	-47	-1	13	-16	-3
Extern	-35	90	44	44	-104	39	8
Provisioner	-11	-44	-25	-16	-11	-107	-21
Totalt	188	-170	-27	27	-102	-84	-17

Källa: Riksgäldskontoret

Vid en analys av utfallet för utvärderingsperioden kan det konstateras att resultatet för den interna positionsverksamheten gradvis förbättrats sedan 2014. I förhållande till resultatförsämringen för de externa förvaltarna 2017 väger dock den interna förvaltningens resultatförbättringar lätt, vilket försvagar det sammantagna resultatet för utvärderingsperioden. Svängningar i årsresultat är dock inte unika varför positionsverksamheten ska utvärderas över rullande femårsperioder.

Det svaga resultatet för Riksgäldskontorets externa förvaltare under 2017 förklaras av att marknadsförutsättningarna varit besvärliga, bl.a. på grund av centralbankernas extraordinära åtgärder och allmänt låga räntenivåer som inte fullt ut kunnat fångas i traditionella värderingsmodeller. Vidare menar Riksgäldskontoret att dagens mandat för de externa förvaltarna sattes upp under andra förutsättningar på ränte- och valutamarknaderna, vilket begränsar möjligheterna att få en önskvärd portföljsammansättning. Det ger upphov till mer valuta- än ränte-positioner och har lett till ett mer begränsat riskutnyttjande hos de externa förvaltarna.

Resultatet av de externa positionerna har i tidigare utvärderingskrivelser redovisats brutto, dvs. exklusive provisionskostnader till de externa förvaltarna. Kostnaden för de externa förvaltarna togs med i redovisningen av positionstagningen först i Riksgäldskontorets årsredovisning för 2017, men redovisades även i utvärderingsrapporten för 2016. Tidigare har avgifterna endast redovisats tillsammans med övriga förvaltningsprovisioner i årsredovisningens finansiella avsnitt, Kostnader och anslag. Anledningen till att positionsresultatet redovisats före avgifter har varit att det skulle vara jämförbart med resultatet från den interna positionstagningen. Det faktiska resultatet för den externa positionsverksamheten har således varit sämre än vad som tidigare redovisats. I februari 2018 beslutade Riksgäldskontorets styrelse att delegera till riksgäldsdirektören att påbörja en ordnad avveckling av den

externa förvaltningen. I slutet av mars 2018 var avvecklingen slutligt genomförd.

Inom den interna positionstagningen initierade Riksgäldskontoret i slutet av 2014 en särskild position som låste in en negativ ränta på 0,16 procent för skulden i schweiziska franc. Som mest motsvarade positionen 38 miljarder kronor mätt med dagens valutakurs. Efter det att positionen tagits föll schweiziska räntor ytterligare, vilket förstärktes av att den schweiziska centralbanken i januari 2015 beslutade att överge kopplingen till euron. Beslutet ledde till att schweizerfrancen stärktes kraftigt, vilket centralbanken motverkade genom att sänka styrräntan med 0,5 procentenheter till -0,75 procent. I december 2017 löpte den sista räntepositionen i schweiziska franc ut. Jämfört med om positionen inte hade tagits skulle resultatet ha blivit 431 miljoner kronor bättre.

Regeringen vill betona vikten av att positionsverksamhetens resultat redovisas transparent.

4.5 Upplåning på privatmarknaden

Regeringens bedömning: Privatmarknadsupplåningen har under utvärderingsperioden 2013–2017 bidragit till att minska kostnaden för statsskulden med 104 miljoner kronor i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. De senaste årens låga räntor har dock gjort att målet för de enskilda åren inte har uppnåtts sedan 2014 och i riktlinjerna för 2017, som regeringen beslutade i november 2016, förlängdes målperspektivet för privatmarknadsupplåningen. I december 2016 beslutade Riksgäldskontorets att tillsvidare inte emittera nya premieobligationer.

Marknadsförväntningar om långsamt stigande räntor och kostnader förknippade med att påbörja premieobligationsupplåningen igen gör att det är mycket tveksamt om upplåningsformen kommer att bli lönsam igen. Mot denna bakgrund avser regeringen att ge Riksgäldskontorets i uppdrag att överväga om det är lämpligt att ha avvecklat sparformen när de sista utestående premieobligationerna löper till förfall 2021. En förutsättning för avvecklandet är att kostnaderna förknippade med att återuppta sparformen inte längre bedöms motiverade.

Redovisning av regeringens riktlinjebeslut

Riksgäldskontoret ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. I riktlinjerna för 2013–2016 var målet oförändrat enligt ovan, men i riktlinjerna för 2017 beslutade regeringen att förlänga målperspektivet för privatmarknadsupplåningen.

De senaste årens låga räntenivåer har gjort att privatmarknadsupplåningen inte bidragit till målet och för att begränsa räntekostnadsförlusten fram till dess att premieobligationsupplåningen bedöms vara lönsam igen uppmanade regeringen, i riktlinjerna för 2017, Riksgäldskontoret att överväga att inte ge ut premieobligationer. För att kunna

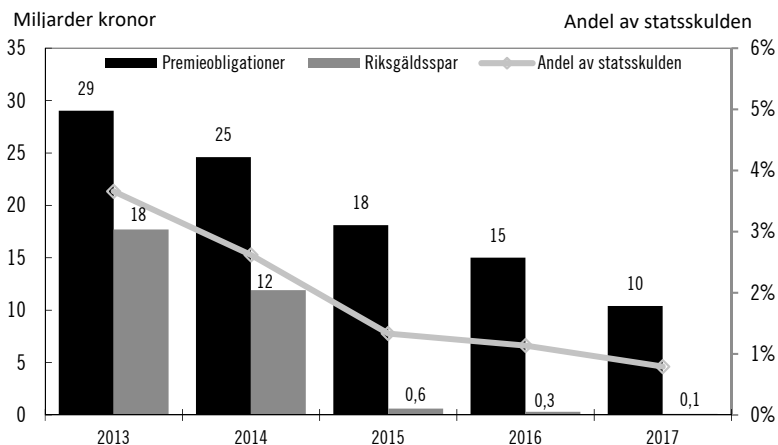
behålla upplåningsformen då den bedöms kunna bli lönsam igen när räntorna stiger beslutade regeringen samtidigt att göra målperspektivet för privatmarknadsupplåningen mer långsiktigt. Underlag till beslutet om att förlänga målperspektivet fanns i Riksgäldskontorets rapport Avrapportering av regeringsuppdraget att analysera om upplåning i premieobligationer i framtiden bedöms kunna bidra till det stats-skuldspolitiska målet (dnr Fi2016/01559/FPM).

Skälen för regeringens bedömning

Inledning

Privatmarknadsupplåningen (Premieobligationer och Riksgäldsspar) uppgick vid slutet av 2017 till 10 miljarder kronor, vilket motsvarade 0,8 procent av statsskuden. Jämfört med utvärderingsperiodens början (dvs. vid slutet av 2012) motsvarar detta en minskning med 40 miljarder kronor eller 80 procent. Av minskningen förklarar avvecklingen av Riksgäldsspar halva beloppet och minskade utestående volymer premieobligationer den andra halvan.

Figur 4.5 Privatmarknadsupplåning



Källa: Riksgäldskontoret

Riksgäldskontorets beslut från maj 2013 om att avveckla Riksgäldsspar med rörlig ränta till årsskiftet 2015/2016 fattades mot bakgrund av att konkurrensen på sparmarknaden ökat. Den ökade konkurrensen bedömdes göra det omöjligt att på sikt behålla tillräcklig lönsamhet för att motivera sparformen. Samma anledning torde även vara en viktig förklaring till att volymen Premieobligationer minskat kraftigt under utvärderingsperioden, förutom beslutet från december 2016 om att tillsvare inte emittera nya premieobligationer. I förhållande till den totala räntesparmarknaden i Sverige (bankinlåning, räntefonder och privatobligationer) utgjorde Riksgäldskontorets privatmarknadsupplåning 0,5

procent vid utgången av 2017. Det är en minskning med 0,3 procentenheter under året.

Tabell 4.6 Kostnadsbesparing för privatmarknadsupplåning

	2013	2014	2015	2016	2017	Totalt	Snitt
Premieobligationer	81	71	33	-23	-21	141	28
Riksgäldsspar	17	0	-40	-10	-3	-36	-7
Summa besparing	97	71	-7	-33	-24	104	21

Källa: Riksgäldskontoret

Från att ha bidragit till kostnadsbesparing i början av utvärderingsperioden har privatmarknadsupplåningen i stället ökat kostnaderna från mitten av perioden. Åren 2013 och 2014 uppgick besparingen sammanlagt till 168 miljoner kronor medan kostnadsökningen sammanlagt uppgick till 64 miljoner kronor perioden 2015–2017. Det försämrade resultatet berodde på att privatmarknadsupplåningen gjordes till positiva räntor under 2015 och 2016 medan motsvarande räntor på den institutionella marknaden var negativa. Det negativa resultatet under 2017 härstammar från tidigare års upplåning. Sett över hela utvärderingsperioden uppgick den samlade kostnadsbesparingen för privatmarknadsupplåningen till 104 miljoner kronor. Premieobligationer stod för 141 miljoner kronor av besparingen, medan Riksgäldsspar stod för en kostnadsökning med 36 miljoner kronor.

Premieobligationer

I december 2016 fattade Riksgäldskontorets styrelse beslut om att inte ge ut premieobligationer tillsvidare mot bakgrund av att det låga ränteläget gör upplåningsformen olönsam. Beslutet begränsade förlusterna i premieobligationsupplåningen till 21 miljoner kronor under 2017, vilket var 2 miljoner kronor mindre jämfört med föregående år. Förbättringen berodde på att två förlustlån återbetalades under 2017.

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

Historiskt har upplåning från hushåll, bl.a. i form av premieobligationer, haft stor betydelse för finansieringen av statsskulden. I takt med att finansmarknaderna utvecklats har Riksgäldskontorets sätt att låna förändrats. Detta har inneburit att premieobligationsupplåningen idag har en mycket begränsad roll i statsskuld förvaltningen. Vid 2017 års slut uppgick den utestående volymen till 10 miljarder kronor motsvarande 0,8 procent av statsskulden. Trenden om minskade volymer har varit tydlig de senaste åren och jämfört med för fem år sedan har den utestående volymen minskat med två tredjedelar (figur 4.5). I tidigare

utvärderingar konstateras att upplåningsformen inte påverkar Riksgäldskontorets beredskapsförmåga att snabbt kunna låna stora belopp om lånebehovet skulle stiga kraftigt. Den beredskapen upprätthålls genom närvaro på de institutionella marknaderna i Sverige och internationellt. Den enda anledningen att upprätthålla privatmarknadsupplåningen är om den kan förväntas bidra till lägre kostnader för statsskulden.

Riksgäldsspar

Mot bakgrund av Riksgäldskontorets beslut i maj 2013 om att Riksgäldsspar med rörlig ränta skulle vara avvecklat till årsskiftet 2015/2016 betalades huvuddelen av stocken tillbaka till kontoinnehavarna i november 2015. I slutet av 2015 återstod 120 miljoner kronor som inte kunde betalas tillbaka, bl.a. då det saknades uppgifter om konton att betala tillbaka till. Under 2016 och 2017 har ytterligare pengar kunnat betalas tillbaka och vid utgången av 2017 återstod endast 7 miljoner kronor. I takt med att pengar betalats tillbaka och konton avvecklats har resultatet förbättrats från -40 miljoner kronor 2015 till -3 miljoner kronor 2017.

I december 2012 stängdes Riksgäldsspar med fast ränta för nyteckning, men redan tecknade konton löper vidare till sina förfallodagar. De sista kontona förfaller i december 2020. Vid 2017 års utgång återstod 118 miljoner kronor på konton för Riksgäldsspar med fast ränta.

4.6 Lån för att tillgodose behovet av statslån

Regeringens bedömning: Det har inte funnits skäl att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån under utvärderingsperioden 2013–2017. Riksgäldskontoret har inte heller gjort någon sådan extra upplåning.

Redovisning av regeringens riktlinjebeslut

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

- Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån enligt 5 kap. 1 § budgetlagen får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion.
- Riksgäldskontoret får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.
- Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut.

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

Skälen för regeringens bedömning

Under utvärderingsperioden 2013–2017 har det inte uppstått hot mot den finansiella stabiliteten som motiverat extra emissioner av statslån. Riksgäldskontoret har under utvärderingsperioden inte heller tagit upp lån för detta ändamål. Upplåning för ändamålet har endast tagits upp en gång, vilket var under finanskrisens mest turbulenta skede hösten 2008. Den extra upplåning som då togs upp utvärderades i skrivelsen Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2005–2009 (skr. 2009/10:104). 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 Utvärdering av Riksgäldskontorets upplåning och skuldförvaltning

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

I detta avsnitt utvärderas Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut avseende upplåning och skuldförvaltning. Inom ramen för regeringens riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet har Riksgäldskontorets styrelse i uppgift att fatta strategiska beslut.¹⁴ De operativa besluten fattas inom myndigheten.

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

¹⁴ De interna riktlinjerna fastställs årligen i Riksgäldskontorets finans- och riskpolicy.

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

Skälen för regeringens bedömning

Inledning

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

Riksgäldskontorets mål och strategier

Det övergripande målet för statsskuldsvårdningen är att minimera kostnaden för statsskulden utan att den långsiktiga risken blir för hög. Riksgäldskontoret gör detta genom att verka för att marknaden för svenska statspapper ska vara attraktiv för så många investerare som möjligt. Om många investerare vill låna ut pengar till svenska staten blir kostnaden för statsskulden lägre. Dessutom främjas likviditeten i marknaden, vilket i sin tur stimulerar efterfrågan på statspapper. Ytterligare en aspekt är att finansieringsrisken blir lägre om många långgivare är beredda att låna ut pengar till svenska staten. För att konkretisera Riksgäldskontorets arbete med att göra statspappersmarknaden så attraktiv som möjligt för investerare (se avsnitt 4.3) har det övergripande målet brutits ned till ett antal mellanliggande mål:

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

För att uppnå de mellanliggande målen använder Riksgäldskontoret två kategorier av förvaltningsstrategier. Den första handlar om att förbättra *likviditet och infrastruktur* den andra innefattar strategier som främjar *transparens, förutsägbarhet och tydlig kommunikation*. För att mäta hur Riksgäldskontorets återförsäljare och investerare ser på Riksgälds-

kontorets strategier och förmåga att genomföra dessa gör TNS SIFO Prospera en årlig enkätundersökning (se även avsnitt 4.3).¹⁵ De olika frågorna graderas i fem steg där ett är det lägsta och fem är det högsta. Strategierna inom kategorin *likviditet och infrastruktur* innefattar aktiv marknads- och skuldvard, att koncentrera upplåningen och upprätthålla försäljningskanaler. Inom marknad- och skuldvard fick Riksgäldskontoret betyget 4,7 för marknadsvårdande repor och 4,1 för marknadsvårdande byten i realobligationer. För marknadsvårdande byten var det ett något sämre betyg jämfört med föregående år då det uppgick till 4,3. En tänkbar förklaring är att marknaden fungerar sämre som en följd av regleringar. Vad gäller likviditeten på den svenska statsobligationsmarknaden anser såväl investerare som återförsäljare att den har försämrats för tredje året i rad. Det som förs fram som skäl till försämringen är dels reglering dels Riksbankens obligationsköp.

Inom kategorin *transparentens, förutsägbarhet och tydlig kommunikation* arbetar Riksgäldskontoret för att skapa en attraktiv marknad för statspapper genom att

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

Inom ramen för arbetet med investerarrelationer har Riksgäldskontoret hållit ett flertal möten och konferenser med både svenska och utländska investerare. Betyget för 2017 steg i förhållande till 2016 och ökade för andra året i rad.

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

Riksgälden fick för 2017 betyget 4,4 för kommunikation kring lånebehov och finansiering och för ett tydligt och konsekvent agerande. Det var något bättre jämfört med 2016 då betygen var 4,2 för kommunikationen och 4,1 för agerandet. Riksgäldskontorets webbplats är fortsatt den viktigaste informationskanalen för information till återförsäljare och investerare.

Sammantaget visar den årliga undersökningen att marknadens krav på Riksgäldskontoret är höga och att Riksgäldskontoret i stort lever upp till dessa. Alla bedömningskriterier förutom två får ett betyg över 4 på skalan 1–5 och som helhet uppnår Riksgäldskontoret samma nivå som för 2016. Vidare framkommer att förtroendet för Riksgäldskontoret är

¹⁵ Undersökningen för 2017 genomfördes mellan den 26 november och den 20 december. Total tillfrågades 13 återförsäljare och 58 investerare. Svarefrekvensen uppgick till 88 procent.

5.2 Prognoser över nettolånebehovet

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

Under utvärderingsperioden har Riksgäldskontorets nettolånebehovsprognoser visat liknande precision som övriga statliga prognosmakares. Precisionen i prognoserna bedöms som rimlig utifrån givna förutsättningar. Det större prognosfelet för 2017 bidrog dock till att kassaöverskottet vid årets slut blev högre än normalt.

Skälen för regeringens bedömning

Inledning

Statens nettolånebehov är starkt beroende av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och i våra exportländer. Politiska beslut har också stor betydelse liksom engångsvisa händelser. Det är därför svårt att prognostisera lånebehovet på flera års sikt. För den operativa statsskuld-förvaltningen är prognosen för det innevarande och närmast följande året viktigast.¹⁶ Prognoser för denna period publiceras med regelbundenhet vid tre tillfällen per år. Utöver det interna behovet för låneplaneringen bidrar även prognoserna till att göra statsskuldspolitiken mer förutsägbar. I prognosrapporterna redovisas även en plan för hur bruttoupplåningen ska finansieras baserat på nettolånebehovsprognosen och de lån som löper till förfall. På så sätt kan marknadsaktörerna bilda sig en uppfattning om det planerade utbudet i de olika låneinstrumenten. Detta bidrar till ökad transparens och förutsättningar för en långsiktig kostnadseffektiv upplåning.

Jämförelse med andra myndigheters prognoser

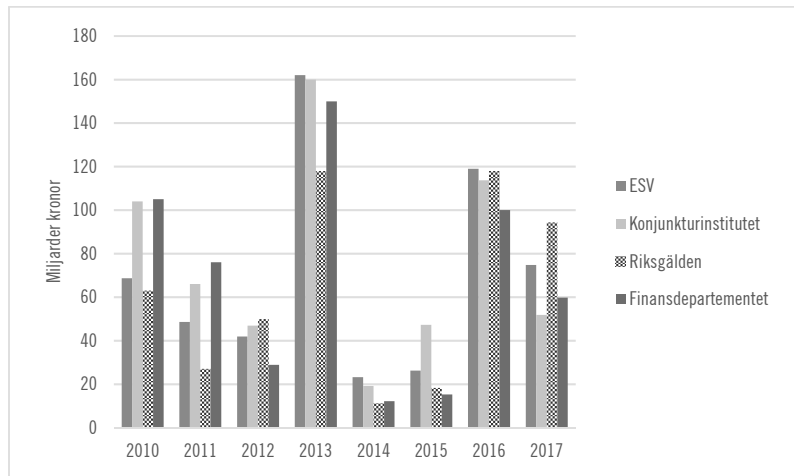
Förutom Riksgäldskontoret gör Konjunkturinstitutet, Ekonomistyrningsverket och Finansdepartementet prognoser på statens nettolånebehov. De olika myndigheternas prognoser har olika syfte. Prognosmetoderna och tidshorizonten i prognoserna skiljer sig också åt. Under utvärderingsperioden visar de statliga myndigheternas prognoser ett likartat mönster. Den stora avvikelserna 2013 (se figur 5.1) kommer i huvudsak av att

¹⁶ Riksgäldskontoret gör även månadsprognoser och dagsprognoser. Månadsprognoserna redovisas också i upplåningsrapporten men dagsprognoserna används endast internt och publiceras inte.

Riksbanken i december 2012 begärde att få låna motsvarande 100 miljarder kronor i utländsk valuta. Under 2013 såldes även bl.a. det återstående innehavet i Nordea Bank AB. Avvikelsen 2016 kom av att inbetalningar av skatt på konsumtionen blev högre än beräknat samt en underskattning av hushållens kapitalvinster och oväntat större engångsinbetalningar av bolagsskatt. Till detta kommer också en överinsättning på skattekonton av både privatpersoner och företag. I figur 5.1 redovisas skillnaden mellan respektive myndighets prognos från samma höst som årsutfallet. Som framgår avvek samtliga myndigheters prognoser mer för 2016 och 2017 jämfört för 2014 och 2015.

Figur 5.1 Skillnad i prognos och utfall

Prognoser från hösten innevarande år



Källa: Riksgäldskontoret

Riksgäldskontorets årsprognoser

I tabell 5.1 redovisas Riksgäldskontorets lånebehovsprognoser för 2016 och 2017 samt utfallen fördelade på olika komponenter.

Tabell 5.1 Riksgäldskontorets lånebehovsprognoser

	Årsprognoser 2016					Årsprognoser 2017				
	15:3	16:1	16:2	16:3	Utfall	16:3	17:1	17:2	17:3	Utfall
Primärt lånebehov	32	-3	-46	-81	-87	21	7	5	-40	-72
Varav										
vidareutlåning	13	15	12	13	14	11	13	12	9	4
Räntor på statskulden	1	0	5	2	2	12	13	12	12	10
Nettolånebehov	33	-3	-41	-80	-85	33	20	17	-28	-62

Källa: Riksgäldskontoret

Nettolånebehovet för 2016 var -85 miljarder kronor. För detta år varierade prognoserna mellan -3 och -80 miljarder kronor, vilket är en relativt stor variation. Variationen berodde delvis på att prognoserna till en början baserades på en lägre ekonomisk tillväxt. Den huvudsakliga förklaringen är dock att både privatpersoner och företag gjorde överinsättningar på sina skattekonton. För 2017 blev nettolånebehovet -62 miljarder kronor. För detta år varierade prognoserna mellan -28 och 33 miljarder kronor. En stor del av skillnaden kan förklaras av en starkare makroekonomisk utveckling än beräknat. Det har bidrog i sin tur till att skatteinkomsterna blev högre och utgifterna lägre än beräknat. Avvikelsen mellan den sista prognosen (17:3) och utfallet blev -34 miljarder kronor.

5.3 Upplåningen i sammandrag

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

Skälen för regeringens bedömning

Inledning

Det totala upplåningsbehovet påverkas både av statens nettolånebehov (statsbudgetens saldo) och av volymen upplåningsinstrument som löper till förfall under året (dvs. volymer som behöver refinansieras). Under utvärderingsperioden har Riksgäldskontoret lånat upp de volymer som redovisas på sista raden i tabell 5.2. Som framgår har upplåningsbehovet brutto minskat från 402 miljarder kronor 2013 till 246 miljarder kronor 2017. En viktig förklaring till de minskade bruttolånebehoven är att nettolånebehovet varit negativt, dvs staten budget har visat överskott.

Tabell 5.2 Upplåningsbehov brutto

<i>Miljarder kronor</i>	2013	2014	2015	2016	2017
Nettolånebehov	131	72	33	-85	-62
Affärstidsjustering m.m. ¹	0	-4	0	-7	4
Privatmarknad och säkerheter, netto²	18	3	31	6	14
Förfall penningmarknad³	206	180	256	284	144
Statsskuldväxlar	105	94	88	141	84
Commercial paper	77	39	124	87	12
Likviditetsförvaltningsinstrument	101	86	167	143	60
Förfall, byten och uppköp, kapitalmarknad	46	182	160	104	145
Nominella statsobligationer	10	89	75	53	69
Reala statsobligationer	4	8	31	1	15
Obligationer i utländsk valuta ⁴	31	86	54	49	62
Totalt upplåningsbehov, brutto	402	433	479	302	246

¹Justering för skillnaden mellan likviddag och affärstid.

²Nettoförändring i privatmarknadsupplåning och säkerheter.

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

⁴Beräknat med den växelkurs obligationerna ursprungligen gavs ut till.

Källa: Riksgäldskontoret

I tabell 5.3 redovisas hur Riksgäldskontoret finansierat bruttolånebehovet som redovisats i tabell 5.2. Av tabellen framgår att upplåningen på både penning- och kapitalmarknaden minskat. Under 2017 var upplåningen på penningmarknaden mindre än hälften så stor som under 2014 och 2015. En betydande del av bruttoupplåningen avser vidareutlåning till Riksbanken varför detta redovisas separat. Sedan 2016 finansieras vidareutlåningen till Riksbanken endast via obligationer i utländsk valuta.

Tabell 5.3 Total upplåning brutto

<i>Miljarder kronor</i>	2013	2014	2015	2016	2017
Penningmarknad, upplåning	180	256	284	144	122
Statsskuldväxlar	94	88	141	84	88
Likviditetsförvaltningsinstrument	86	167	143	60	35
statens egen del	67	161	134	48	31
vidareutlåning till Riksbanken	19	6	9	12	4
Kapitalmarknad, upplåning	222	177	194	157	124
Nominella statsobligationer	74	77	86	81	51
Reala statsobligationer	12	17	17	16	12
Obligationer i utländsk valuta	137	84	91	61	61
statens egen del	6	25	38	0	0
vidareutlåning till Riksbanken	131	59	53	61	61
Upplåning, brutto	402	433	479	302	246

Källa: Riksgäldskontoret

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

På penningmarknaden lånar Riksgäldskontoret på korta löptider. Det sker främst genom att ge ut statsskuldväxlar och commercial paper. Instrumenten används både i den reguljära upplåningen och i likviditetsförvaltningen (avsnitt 5.4). Statsskuldväxlar emitteras regelbundet via auktioner och anpassas i viss mån efter säsongsvariationer i lånebehovet. Växelstocken är som störst i december, när statens nettolånebehov vanligtvis är som störst. Av tabell 5.4 framgår att teckningskvoten i emissionerna varit drygt två samtliga år förutom 2017 då den var strax under två. Snitträntan vid auktionerna har i stor utsträckning följt Riksbankens reporänta men med ett tiotal punkter lägre. Under 2013 var snitträntan vid auktionerna 0,90 procent och under 2017 var den -0,74 procent. Den utestående volymen vid årets slut har minskat från 141 miljarder kronor till 88 miljarder kronor 2017.

Tabell 5.4 Teckningskvot, snittränta och utestående volym
Statsskuldväxlar

Procent	2013	2014	2015	2016	2017
Teckningskvot ¹	2,14	2,21	2,15	2,12	1,96
Snittränta	0,90	0,41	-0,34	-0,69	-0,74
Utestående volym ²	94	88	141	84	88

¹Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym

²Vid årets slut uttryckt i miljarder kronor

Källa: Riksgäldskontoret

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

Kapitalmarknadsupplåningen

Kapitalmarknadsupplåningen utgörs av upplåning i nominella statsobligationer, reala statsobligationer och obligationer i utländsk valuta. Nominella statsobligationer är den största och viktigaste finansieringskällan varför denna upplåning prioriteras framför andra instrument. Den emitterade volymen är avgörande för likviditeten av nominella statsobligationer på andrahandsmarknaden som i sin tur kan påverka prissättningen. Emissionerna görs via Riksgäldskontorets återförsäljare vid regelbundna auktioner enligt i förväg fastställd låneplan. Genom att sälja små volymer vid många tillfällen minskar risken för att upplåningen av

stora volymer görs vid ofördelaktiga marknadslägen. Samtidigt erbjuds investerare kontinuerligt tillgång till primärmarknaden. Det är framför allt storleken på nettolånebehovet som styr hur stora emissionerna blir på sikt. Under 2017 emitterades nominella statsobligationer till ett värde av 51 miljarder kronor, vilket kan jämföras med 81 miljarder året innan.

Tabell 5.5 Teckningskvot, snittränta och utestående volym

Nominella statsobligationer

<i>Procent</i>	2013	2014	2015	2016	2017
Teckningskvot ¹	2,38	3,08	2,52	3,06	3,02
Snittränta ²	1,87	1,35	0,48	0,28	0,51
Utestående volym ³	604	592	603	630	612

¹Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym

²Vid årets slut uttryckt i miljarder kronor

³Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår inte

Källa: Riksgäldskontoret

Som framgår av tabell 5.5 har aktionerna i nominella statsobligationer övertecknats med tre gånger de senaste åren, vilket är högre än 2013 och 2015 men i nivå med 2014. Snitträntan i auktionerna följer i stora drag marknadsräntans utveckling. En förklaring till att snitträntan steg från 0,28 procent 2016 till 0,51 procent 2017 var att den genomsnittliga löptiden i de obligationer som emitterades var längre än året innan. Den utestående volymen nominella statsobligationer har varit runt 600 miljarder kronor i slutet av åren under utvärderingsperioden. Av den utestående volymen nominella statsobligationer vid 2017 års slut ägde Riksbanken 44 procent (se avsnitt 6).

Reala statsobligationer utgör ett komplement till nominella statsobligationer. Genom att ge ut reala obligationer kan Riksgäldskontoret attrahera investerare som vill undvika risken för att inflationen urholkar värdet på obligationerna. Enligt regeringens riktlinjer för realskulden ska den reala skulden utgöra 20 procent av den totala statsskulden. Andelen är ett långsiktigt riktvärde och om andelen tidvis avviker behövs inga omedelbara åtgärder för att nå målet. Realandelen har legat lägre än riktvärdet under flera år, men tack vare minskad statsskuld steg andelen till 20,7 procent vid utgången av 2017.

Tabell 5.6 Teckningskvot, snittränta och utestående volym

Reala statsobligationer

<i>Procent</i>	2013	2014	2015	2016	2017
Teckningskvot ¹	3,88	2,98	3,41	2,10	2,44
Snittränta	0,23	0,03	-0,78	-1,26	-1,28
Utestående volym ²	197	203	183	200	200

¹Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym

²Vid årets slut uttryckt i miljarder kronor

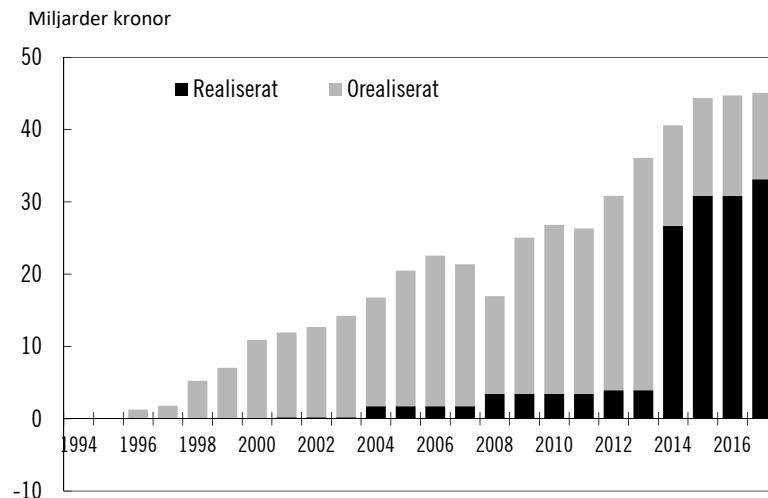
Källa: Riksgäldskontoret

Realandelen beror främst på hur nettolånebehovet och statsskulden utvecklas. Stora ökningar eller minskningar i nettolånebehovet kan inte mötas med stora ändringar i stocken av realobligationer. Riksgäldskontoret har inte heller möjlighet att anpassa realskuldens andel med hjälp av derivat.

Riksgäldskontoret justerade ned utbudet av realobligationer vid två tillfällen under 2017. Den emitterade volymen uppgick till 12 miljarder kronor. Även under 2016 sänktes den emitterade volymen, som då uppgick till 16,4 miljarder kronor.

Sedan 1994 då realobligationer introducerades har kostnaden för realupplåningen varit lägre än för en hypotetisk upplåning i statsobligationer med samma löptid. Förklaringen till detta är att inflationen varit lägre än vad den genomsnittliga break even-inflationen varit i emissionerna. Det kalkylmässiga resultatet har sedan 1994 ackumulerats till 45 miljarder kronor, varav 33 miljarder kronor har realiserats. En stor del kommer från de första åren, när realstocken byggdes upp. För 2016 blev resultatet 0,5 miljarder kronor och för 2017 uppgick resultatet till 0,4 miljarder kronor.

Figur 5.2 Resultat av realupplåning



Källa: Riksgäldskontoret

Upplåning i utländsk valuta

Riksgäldskontoret ger även ut obligationer i utländsk valuta. På så sätt sprids finansieringen av statsskulden på flera marknader och investerarsbasen blir bredare. Till skillnad från statsobligationer i svenska kronor auktioneras, använder Riksgäldskontoret syndikering för att sälja publika obligationer i utländsk. Syndikering innebär att Riksgäldskontoret anlitar en grupp av banker, ett syndikat, som genomför försäljningen.

På den internationella kapitalmarknaden kan Riksgäldskontoret låna stora belopp på kort tid. För att upprätthålla beredskapen att vid behov kunna låna större belopp finns det därför skäl att med viss regelbundenhet låna i utländsk valuta. Upplåningen i utländsk valuta under

2016 och 2017 var uteslutande för vidareutlåning till Riksbanken som uppgick till 61 miljarder kronor respektive år. Enligt önskemål från Riksbanken var löptiden för de obligationer som emitterades under 2016 tre och fem år och under 2017 två respektive tre år. I tabell 5.7 redovisas upplåningskostnaderna för obligationerna i utländsk valuta i förhållande till standardiserade bankräntor som används för jämförelser. De faktiska upplåningskostnaderna var lägre än jämförelseräntan samtliga år förutom 2016 då jämförelseräntan Libor var särskilt låg även i förhållande till den amerikanska statens upplåningskostnad.

Tabell 5.7 Relativ upplåningskostnad för obligationer i utländsk valuta

<i>Baspunkter</i>	2013	2014	2015	2016	2017
USD Libor ¹	-5	-7	-7	12	-6
Euribor ²	-11	-15	-24		

¹Tre månaders bankränta

²Sex månaders bankränta

Källa: Riksgäldskontoret

Derivatinstrument

För att kunna låna på ett flexibelt och effektivt sätt samtidigt som riskerna hålls inom regeringens riktlinjer använder Riksgäldskontoret derivatinstrument. För att styra skuldens duration (löptid) utan att påverka refinansieringsrisken används ränteswappar.¹⁷

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

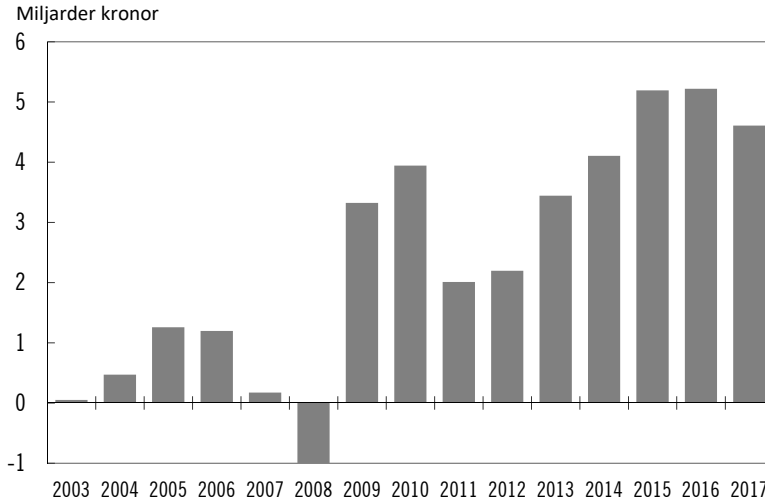
De senaste åren har Riksgäldskontoret och flera andra bedömare kommit fram till att löptidspremierna sannolikt är mycket begränsade. Detta innebär att kostnadsfördelen med att ha kort ränteeponering minskat, vilket var motivet till att löptiden i den nominella kronskulden förlängdes 2016 och 2017 (se avsnitt 4.2). Förlängningen uppnåddes genom minskad användning av swappar. Under 2017 swappade Riksgäldskontoret totalt 5 miljarder kronor till kort ränteeponering, vilket kan jämföras med runt 30 miljarder kronor per år under 2013 och 2014. I figur 5.3 redovisas det kalkylmässiga resultatet sedan swappar introdu-

¹⁷ En ränteswapp är ett avtal mellan två parter om att byta fast ränta mot rörlig ränta.

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

cerades 2003. Resultatet beräknat som skillnaden mellan den rörliga ränta som Riksgäldskontoret betalat och den fasta ränta som Riksgäldskontoret erhållit visar att swapparna sänkt kostnaden för statsskulden med 36 miljarder kronor under perioden 2003–2017. En stor del av resultatet beror på att räntorna har fallit under lång tid. Under perioder med stigande räntor blir resultatet sämre och kan även bli negativt som under 2008.

Figur 5.3 Nettokassaflöde i ränteswappar



Källa: Riksgäldskontoret

För att omvandla lån i kronor till exponering i utländsk valuta använder Riksgäldskontoret basswappar och valutaväxlingar. Som framgick av avsnitt 4.1 beslutade regeringen i riktlinjerna för 2015 att valutaexponeringen i statsskulden ska minska med maximalt 30 miljarder kronor på årsbasis, med en planerad minskningstakt på 20 miljarder kronor per år. Av den anledningen ingick Riksgäldskontoret inga nya basswappar under 2016 och 2017. Ytterligare ett derivatinstrument som används i statskuldsförvaltningen är valutaterminer. Med hjälp av valutaterminer kan önskad exponering i valutasulden uppnås oberoende av den underliggande finansieringen. Marknaden för valutaterminer har fungerat väl och Riksgäldskontoret kan hantera stora volymer utan att priset påverkas.

Statsskuldens fördelad på olika instrument vid årets slut

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

Tabell 5.7 Statskulden fördelad på olika instrument vid årets slut

<i>Miljarder kronor</i>	2013	2014	2015	2016	2017
Penningmarknad	220	313	304	186	220
Statsskuldsväxlar	94	88	141	84	88
Säkerheter	26	34	21	19	9
Likviditetsförvaltning	100	191	142	83	123
Kapitalmarknad	1 021	1 050	1 080	1 143	1 093
Nominella statsobligationer	604	592	603	630	612
Reala statsobligationer	197	203	183	200	200
Obligationer i utländsk valuta	172	235	282	300	281
Övriga kapitalmarknadsskulder	49	20	13	14	0
Privatmarknad	47	37	19	15	11
Premieobligationer	29	25	18	15	10
Riksgäldsspar	18	12	1	0	0
Valutakurseffekter på derivat	-11	-5	1	2	5
Summa okonsoliderad statsskuld	1 277	1 394	1 403	1 347	1 328

Källa: Riksgäldskontoret

Faktaruta: Vem äger den svenska statsskulden?

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

Procentuell fördelning per investerarkategori

<i>Investerarkategori</i>	2013	2014	2015	2016	2017
AP-fonder (exkl. AP7)	4,9	5	3,4	2,8	2,9
Riksbanken	0,7	0,8	7,1	18,2	24,5
Försäkrings- och pensionsinstitut	24,8	24,3	23	22,7	21,9
Banker, kreditmarknadsföretag	9,5	7,7	3,3	1,3	1,2
Värdepappersfonder	6,2	6,9	7,4	9,2	8,7
Övriga svenska placerare	9,1	9,4	8,2	8,2	8,6
Utländska placerare	44,8	45,8	47,6	37,7	32,2
Totalt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

5.4 Likviditetsförvaltningen

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning bedöms ha bedrivits i enlighet med det statsskuldspolitiska målet om kostnadsminimering med beaktande av risk. I slutet av 2017 blev dock kassaöverskottet i likviditetsförvaltningen betydligt högre än normalt. En kraftigt överskattad prognos av nettolånebehovet för 2017 och oväntat stora volymer marknadsvärdande repor har gjort att Riksgäldskontoret emitterat betydligt större volymer statsobligationer än vad som i efterhand visat sig vara motiverat. Riksgäldskontoret har sänkt emissionsvolymerna till de lägsta volymerna sedan 2007 och

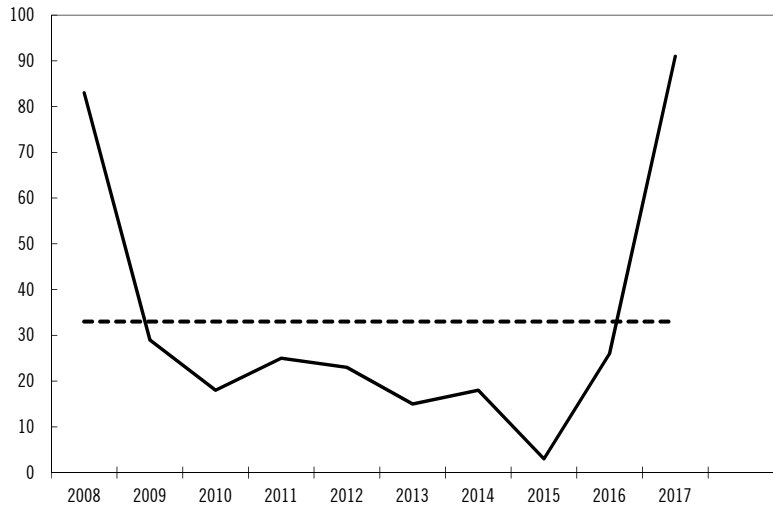
bedömer att det inte är lämpligt att dra ner emissionsvolymerna ytterligare för att direkt anpassa skulden till lånebehovet. Riksgäldskontoret bedömer att detta skulle riskera att försämra likviditeten så mycket att investerarna lämnar marknaden, vilket skulle kunna leda till sämre låneberedskap och högre räntekostnader.

Vartefter utestående obligationer förfaller kommer kassaöverskottet att minska successivt. Den uppkomna situationen kommer att analyseras närmare och regeringen avser att återkomma i frågan. Regeringen har även för avsikt att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att inom ramen för nuvarande riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet utreda om det är möjligt att vidta ytterligare åtgärder så att kassaöverskottet återgår till historiskt normala nivåer. Uppdraget kommer även tydliggöra att Riksgäldskontoret ska beakta den uppkomna situationen i sitt förslag till riktlinjer för 2019.

Skälen för regeringens bedömning

Oväntat starka statsfinanser gjorde att Riksgäldskontoret överskattade nettolånebehovet 2017. Detta tillsammans med att volymen marknadsvårdande repor ökat gjorde att Riksgäldskontoret emitterade betydligt större volymer statsobligationer än vad som i efterhand visat sig vara motiverat. I december 2017 uppgick de marknadsvårdande reporna i genomsnitt till 79 miljarder kronor, vilket kan jämföras med motsvarande genomsnitt på 45 miljarder kronor de senaste tio åren. Marknadsvårdande repor görs på förfrågan av återförsäljarna oavsett det faktiska lånebehovet. På så sätt kan de marknadsvårdande reporna påverka behovet av den ordinarie upplåningen.

Det kassaöverskott som uppstått gör att statsskulden är motsvarande högre än den annars skulle ha varit. Totalt uppgick Riksgäldskontorets kassaöverskott i form av förvaltningstillgångar till 91 miljarder kronor vid utgången av 2017. Detta kan jämföras med 33 miljarder kronor i genomsnitt vid de senaste tio årens utgång (streckad linje i figur 5.4). I Riksgäldskontorets upplåningsplan antas att förvaltningstillgångarna normalt sett uppgår till 25 miljarder kronor vid årets slut.

Figur 5.4 Förvaltningstillgångar (kassaöverskott) vid årets slut

Källa: Riksgäldskontoret

I tabell 5.8 redovisas den okonsoliderade statsskuldens förändring enligt prognosen i den ekonomiska vårpropositionen för 2018.¹⁸ Förändringen av det kassamässiga överskottet i likviditetsförvaltningen ingår i posten *Skulddispositioner m.m.*

Tabell 5.8 Den okonsoliderade statsskuldens förändring

Miljarder kronor	2017	2018	2019	2020	2021
Okonsoliderad statsskuld vid ingången av året	1 347	1 328	1 240	1 125	1 056
Skuldförändring	-19	-88	-115	-69	-117
<i>Varav</i>					
<i>Lånebehov</i>	-62	-74	-67	-50	-126
Skulddispositioner m.m.	42	-15	-47	-20	10
Okonsoliderad statsskuld vid årets slut	1 328	1 240	1 125	1 056	936

Källa: Den ekonomiska vårpropositionen för 2018

Posten skulddispositioner utgörs i sin tur i av flera delposter, varav förändringar i förvaltningstillgångar (eller kassaöverskott) utgjorde den största 2017. Som framgår av tabell 5.9 beräknas förvaltningstillgångarna, enligt beräkningarna till den ekonomiska vårpropositionen för 2018, minska med 0,8 miljarder kronor 2018 och med 44,5 respektive 20,5 miljarder kronor under 2019 och 2020. Enligt beräkningarna kommer därmed kassaöverskottet i likviditetsförvaltningen att uppgå till 25 miljarder kronor vid utgången av 2020.

¹⁸ Tabell 8.17 Statsskuldens förändring s. 161 i den ekonomiska vårpropositionen för 2018.

Tabell 5.9 Specifikation över skulddispositioner

Skr. 2017/18:104

Miljarder kronor	2017	2018	2019	2020	2021
Valutakurseffekter	-29,0	-17,2	-0,1	2,9	2,8
Upplupen inflationskompensation	2,6	3,4	-2,8	-2,2	6,8
Förvaltningstillgångar	64,9	-0,8	-44,5	-20,5	0,0
Övrigt (affärsdagsjustering m.m.)	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Skulddispositioner m.m.	42,5	-14,6	-47,3	-19,8	9,6

Källa: Den ekonomiska vårpropositionen för 2018. Uppgifterna publiceras inte i propositionen men ingår i de underliggande beräkningarna till tabell X.X (blir känt v. 15 så infogas senare)

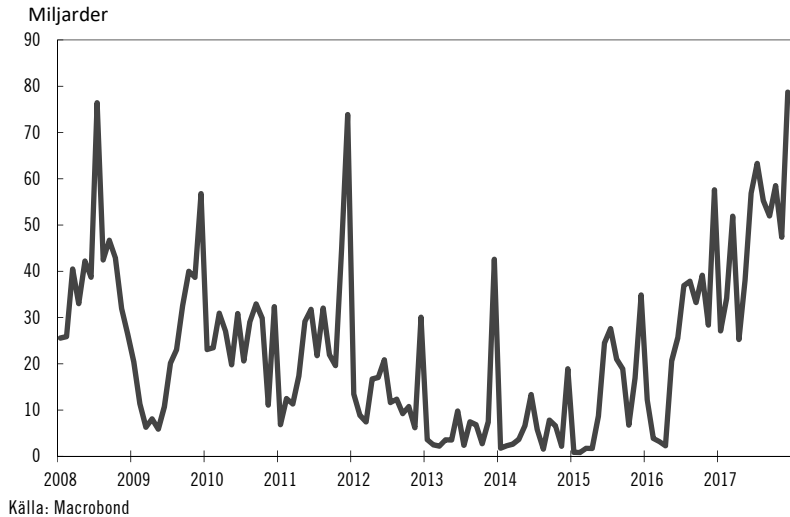
Riksgäldskontoret började redan 2016 att minska lånevolymen till följd av det låga lånebehovet och de ökade repovolymerna. Under 2017 fortsatte anpassningen av samma skäl. I nominella statsobligationer sänktes de planerade auktionsvolymerna från 66 miljarder kronor i oktober 2016 till 51 miljarder kronor i oktober 2017. Därutöver drogs volymerna i statsskuldväxlar ner från 110 till 88 miljarder kronor. Upplåningen i realobligationer drogs ner från 14 till 12 miljarder kronor. Under 2018 planeras ytterligare neddragning av emissionsvolymerna. I nominella statsobligationer och realobligationer har emissionsvolymerna sänkts till 32 respektive 8,5 miljarder kronor per år.¹⁹ Den utestående volymen statsskuldväxlar beräknas samtidigt minska från 88 miljarder kronor i början av 2018 till 20 miljarder kronor i juni 2018, vilket är en historiskt låg nivå. Därutöver har Riksgäldskontoret tillfälligt upphört med valutaupplåning för egen räkning. Riksgäldskontoret bedömer att den ansträngda situationen på marknaden för statspapper innebär att det finns en uppenbar risk för att ytterligare neddragningar kommer att leda till ökade volymer marknadsvårdande repor. Om Riksgäldskontoret skulle reagera på dessa inflöden genom att dra ner ytterligare på emissionsvolymerna kan en spiral skapas där upplåningen i allt högre grad blir beroende av kortfristig och volatil finansiering i repofaciliteten i stället för långfristig obligationsupplåning. Riskerna i statsskuldförvaltningen skulle därmed öka utan att placeringsbehoven minskar nämnvärt. Hittills har Riksgäldskontoret framförallt mött de ökade repovolymerna genom att dra ner på annan kortfristig upplåning som statsskuldväxlar. Riksgäldskontoret bedömer dock att denna väg i princip är stängd från och med 2018 eftersom statsskuldväxlarna dragits ned till ett minimum. Möjligheterna att snabbt minska placeringstillgångarna från dagens nivå är därmed mycket begränsade.

En annan faktor som påverkar kassaöverskottet är de marknadsvårdande repor som Riksgäldskontoret erbjuder till sina återförsäljare. I reporna lånar Riksgäldskontoret ut statsskuldväxlar eller statsobligationer i utbyte mot pengar. Syftet med reporna är att minska risken för bristsituationer på marknaden för statspapper. Inflödet av medel via reporna (dvs. repovolymen) styrs helt av återförsäljarnas efterfrågan. Sommaren 2016 ökade repovolymerna kraftigt som en följd av att

¹⁹ Enligt Riksgäldskontorets rapport Statsupplåning – Prognos och analys 2018:1 från den 21 februari 2018.

likviditeten på marknaden försämrats. Från att i genomsnitt ha varit mindre än 10 miljarder kronor per dag ökade reporna till i genomsnitt 30 miljarder kronor per dag. Sommaren 2017 ökade repopolymerna ytterligare och uppgick till 55 miljarder kronor i genomsnitt per dag under det andra halvåret. För helåret 2017 uppgick motsvarande repopolym till 46 miljarder kronor, men variationen var stor under året. Sammantaget gav repopolymerna under 2017 en nettoränteutäkt på omkring 180 miljoner kronor.²⁰

Figur 5.5 Volym marknadsvårdande repor



Situationen med det onormalt höga kassaöverskottet kommer att analyseras närmare och regeringen avser att återkomma i frågan. Regeringen har även för avsikt att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att inom ramen för nuvarande riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet utreda om det är om möjligt att vidta ytterligare åtgärder så att kassaöverskottet återgår till historiskt normala nivåer. Uppdraget kommer även tydliggöra att Riksgäldskontoret ska beakta den uppkomna situationen i sitt förslag till riktlinjer för 2019.

Likviditetsförvaltning finns för Riksgäldskontoret alltid ska kunna finansiera statens löpande betalningar och är en integrerad del av statsskuldsvårdningen inom vilken medel både lånas och placeras. Den kortfristiga upplåningen sker främst i statsskuldsväxlar och commercial paper medan placeringarna främst görs i riksbankscertifikat, repor och

²⁰ För repa då Riksgäldskontoret lånar ut en statsskuldväxel eller obligation över natten från idag till imorgon (overnight – ON) alternativt från imorgon till dagen därpå (tomorrow next, TN) i utbyte mot pengar som säkerhet så betalar Riksgäldskontoret en ränta som ligger 45 respektive 40 baspunkter under Riksbankens reporänta. Riksgäldskontoret erbjuder också sina återförsäljare möjlighet att byta en obligation eller en statsskuldväxel mot en annan via reposwappar med en veckas löptid till en ränta som ligger 30 punkter under Riksbankens reporänta.

säkerställda bostadsobligationer med löptid kortare än ett år. Även banklån och banktillgodohavanden (deposits) används.²¹ Placeringarna avser medel som lånas upp i förväg för att finansiera kommande utbetalningsflöden som återbetalning av större obligationslån och för att täcka underskott för större regelbundna utbetalningsflöden.²² Skr. 2017/18:104

6 Penningpolitik och statsskuldspolitik

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

Skälen för regeringens bedömning

Inledning

Riksbanken har i de yttranden som lämnats avseende Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning inte haft några invändningar mot något av förslagen, bortsett från förslaget om ett höjt mandat för valutapositioner i riktlinjeförslaget för 2017–2020. Regeringen beslutade dock inte i enlighet med Riksgäldskontorets förslag om att höja mandatet från 7,5 till 20 miljarder kronor eftersom ett utökat mandat bedömdes kunna komma riskera att i konflikt med den förda penningpolitiken. I yttrandet avseende Riksgäldskontorets riktlinjeförslag för 2015 framgår att Riksbanken välkomnar att det understryks att upplåningen ska bedrivas så att en god låneberedskap säkerställs i olika valutor. Av samma yttrande framgick att detta är viktigt för att säkerställa att Riksgäldskontoret också i framtiden vid behov har förmågan att kunna låna stora volymer i utländska valutor, exempelvis för att förstärka Riksbankens valutareserv.

Riksbankens köp av statsobligationer i penningpolitiskt syfte

Riksbanken har sedan våren 2015 köpt statsobligationer som ett medel för att med hjälp av en expansiv penningpolitik uppnå målet om två procents inflation. Under 2017 fortsatte Riksbanken att köpa både nominella och reala statsobligationer. Köpen syftade till att bidra till stigande inflation genom att pressa ned det allmänna ränteläget. Vid utgången av 2017 hade Riksbanken köpt nominella statsobligationer för 267 miljarder kronor, motsvarande 44 procent av den utestående stocken. Liksom under föregående år koncentrerades köpen till obligationer med löptid upp till tio år. I de obligationerna ägde Riksbanken 48 procent av den utestående stocken i december 2017. Riksbankens innehav i realobligationer ökade till 37 miljarder kronor under året, motsvarande 21 procent av den utestående stocken.

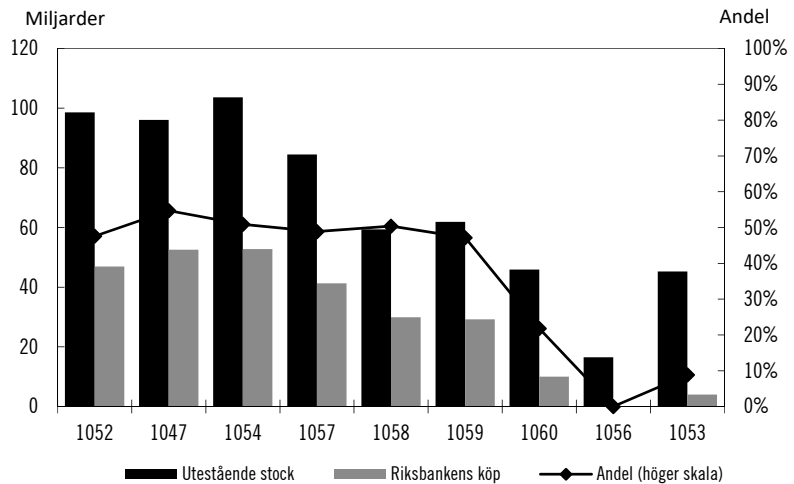
²¹ I Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret finns bestämmelser som anger hur de medel ska placeras.

²² T.ex. utbetalning av premiepensionsmedel till Pensionsmyndigheten som görs i december varje år.

Riksbankens köp av statsobligationer påverkar inte Riksgäldskontorets låneplanering. Köpen påverkade däremot andrahandsmarknaden för obligationer eftersom den del som omsätts aktivt minskar. Det kan därför inte uteslutas att likviditeten i obligationsmarknaden försämras som en följd av att Riksbankens köp. En försämring av likviditeten leder till att det blir svårare att genomföra transaktioner utan att marknadsräntorna påverkas. Vidare leder Riksbankens obligationsköp till att volymen av obligationer på repomarknaden minskar, vilket gör att efterfrågan på Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor i stället ökar (se avsnitt 5.4). Riksbanken beskriver att obligationsköpen kan påverka marknadens sätt att fungera, bl.a. genom exemplet att återförsäljare i vissa fall endast vill erbjuda slutplaceringar mindre poster och att det tar längre tid för investerare att köpa eller sälja större poster statsobligationer. Riksbanken följer utvecklingen noga och deras samlade bedömning är att obligationsköpen fungerar tillfredsställande.²³

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

Figur 6.1 Riksbankens köp av nominella statsobligationer samt utestående stock, 31 december 2017



Källa: Riksgäldskontoret

²³ Penningpolitisk rapport, Februari 2018, s. 16.

Sammanfattning: Ekonomistyrningsverket (ESV), som bistått regeringen i utvärderingsarbetet, konstaterar att såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt legat i linje med målet för statsskuldspolitiken – att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk. Vidare konstaterar ESV att Sverige i en internationell jämförelse har starka offentliga finanser även om statsskuldens minskning (i nominella termer) under de två senaste decennierna framför allt förklaras av engångseffekter.

ESV bedömer att regeringens förlängning av statsskuldens löptid under 2016 och 2017 varit väl avvägd mot bakgrund av att kostnadsfördelen med kort upplåning minskat. Breddningen av löptidsintervallet för den nominella kronskulden med upp till tolv år till förfall som infördes 2016 skulle enligt ESV dock kunnat gjorts något tidigare så att löptiden i större utsträckning skulle kunna ha förlängts gradvis inom intervallet.

Beslutet om att påbörja en gradvis minskning av valutaexponeringen i statsskulden från 2015 bedöms av ESV som väl övervägt, även om det hade varit att föredra att avvecklingen påbörjats i ett mer normalt penningpolitiskt läge. Vidare konstaterar ESV att styrningen av statsskulden sammansättning inte förändrats under 2016 och 2017. Den senaste enkätundersökningen från 2017 visar mycket negativa och sjunkande betyg när det gäller likviditeten på den svenska statsobligationsmarknaden. Den sjunkande likviditeten utgör enligt ESV ett orosmoment för statsskultsförvaltningen, vilket är ett skäl att på sikt minska andelen real skuld från nuvarande 20 procent av statsskulden.

ESV konstaterar att regeringen under senare år sänkt Riksgäldskontorets möjligheter att ta positioner. ESV anser att det högre mandatet som Riksgäldskontoret föreslagit framstår som rimligt. ESV delar regeringens analys och riktigheten i Riksgäldskontorets beslut om att tillsvidare inte ge ut premieobligationer. Bakgrunden är fallande resultat och stor osäkerhet om den framtida efterfrågan på premieobligationer.

ESV bedömer att Riksgäldskontoret har uppfyllt regeringens riktlinjer när det gäller statsskuldens sammansättning och löptid. Eftersom riktvärdet för den utestående volymen nominell kronskuld med över tolv år till förfall är långsiktigt anses även denna riktlinje vara uppfylld trots att den utestående volymen varit något lägre än riktvärdet. Utestående volym har successivt ökat under senare år.

ESV konstaterar att ett nytt mått för att underlätta utvärderingen av det övergripande målet för statsskultsförvaltningen är tänkt att börja användas i utvärderingen av statsskultsförvaltningen för 2018.

Liksom till tidigare utvärderingar av statsskultsförvaltningen har regeringen anlitat kompletterande stöd i syfte att inhämta ett bredare underlagsmaterial. Uppdraget gavs till ESV i myndighetens regleringsbrev för 2017 och 2018. Uppdraget sammanfattas i de två punkterna nedan:

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under åren 2013–2017 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.

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

ESV:s rapport

Inledning

ESV konstaterar att den ekonomiska politiken, utvecklingen i världsökonomi och den svenska ekonomin utgör en yttre ram för statsskuld-förvaltningen. Andra faktorer kopplade till den yttre ramen är inflations-takten, inflationsutsikterna och penningpolitikens utformning. I rapporten beskrivs att Sverige har starka offentliga finanser i en internationell jämförelse, framför allt om man ser till det finansiella sparandet och den offentliga skulden. Sedan det finanspolitiska ramverket infördes efter 90-talskrisen har de offentliga finanserna utvecklats väl. Även om sparandet sedan 2000 legat under den målsatta nivån om ett överskott på 1 procent av BNP över en konjunkturcykel så uppgår det finansiella sparandet i offentlig sektor till 15 miljarder kronor per år eller totalt 277 miljarder kronor. Vidare konstateras att det är engångseffekter och inte den underliggande utvecklingen av statens inkomster och utgifter som minskat statsskulden de senaste decennierna. Mellan 1999 och 2017 har dessa engångseffekter minskat statsskulden med nästan 300 miljarder kronor netto. De engångseffekter som framför allt sänkt skulden är inkomster från försäljning av statlig egendom och överföring av tillgångar från AP-fonderna. Riksgäldskontorets vidareutlåning till Riksbanken är dock en engångseffekt som höjt statsskulden med drygt 230 miljarder kronor. Minskningen av skuldkvoten (skulden i förhållande till BNP) förklaras främst av att BNP vuxit.

Förändringar i statsskuldens löptid

Regeringens val att stegvis förlänga statsskuldens löptid bedöms av ESV som väl avvägd mot bakgrund av fallande löptidspremier och ligger även i linje med utvecklingen i andra länder. Ett alternativ till de årliga höjningarna hade varit att ge Riksgäldskontoret ett något större löptidsintervall tidigare. Ett större intervall hade ökat flexibiliteten men skulle enligt ESV samtidigt kunna medföra en risk för tolkningen att Riksgäldskontoret getts möjlighet att ta positioner på marknadsräntan genom att justera löptiden. De faktiska utfallen för den nominella kronskulden har under flera år legat nära den övre gränsen av styrintervall vilket enligt ESV väcker frågan om inte ett något bredare intervall tidigare, utöver att skapa mer flexibilitet, också hade varit mer transparent och förutsägbart jämfört med den gradvisa anpassning som av löptiden som skett.

Regeringen menar att löptidsstyrningen skulle ha blivit mindre transparent om den gradvisa löptidsförlängningen gjorts via bredare intervall i stället för via årliga beslut i små steg. Skälen till detta återfinns i den analys av löptidspremier som Riksgäldskontoret lämnade i riktlinjeförslaget för 2016 samt i riktlinjerna för samma år där det framgick att den fortsatta analysen får visa om ytterligare förlängning av löptiden är motiverad. I beslutet tydliggjordes också att förlängningen ska ske i små steg, eftersom en kraftig förlängning skulle kunna innebära att utbuds- och efterfrågebalansen rubbas på ett sätt som får långa räntor att stiga. Ett annat skäl var att det finns en osäkerhet kring hur bestående nedgången i riskpremierna kommer att vara.

Det breddade löptidsintervallet som infördes 2016 motiverades av rent operationella skäl med motiveringen att en allt för snäv styrning kan medföra onödiga transaktionskostnader. Breddningen kopplades i stor utsträckning till beslutet i riktlinjerna 2015 om att duration ska ersätta genomsnittlig räntebindningstid som löptidsmått. Vid kraftiga rörelser i marknadsräntan påverkas durationen vilket innebär att löptiden förflyttas. Det bredare löptidsintervallet hade inte som huvudsyfte att skapa utrymme för en gradvis förlängd löptid.

Statsskuldens sammansättning

Regeringens beslut att behålla styrningen mot en andel av skulden bedöms av ESV som väl avvägt. Frågan väcks dock om andelen real skuld på 20 procent är den rätta eller om den borde minska på sikt. ESV menar att flera skäl talar för att andelen kan behöva minskas framöver. Lånebehovet är lågt och förväntas minska ytterligare framöver. Riksgäldskontoret har redan dragit ner emissionsvolymen i nominella statsobligationer till en historiskt låg nivå. Vidare förefaller inflationsförväntningarna ha gått ner vilket innebär att kostnadsfördelen med att låna i reala obligationer har minskat över tid. Även det faktum att likviditeten i nominella statsobligationer sjunkit talar för att öka andelen nominell kronskuld. Samtidigt konstaterar ESV att upplåningen i realobligationer redan är låg.

Frågan om att minska andelen real skuld har kopplingar till hur kassaöverskottet som uppstod kring årsskiftet 2017/18 kan behöva hanteras på sikt. Regeringen avser mot denna bakgrund att ge Riksgäldskontoret ett särskilt uppdrag (se avsnitt 5.4).

Valutaskulden

ESV bedömer att regeringens beslut att påbörja en gradvis minskning av valutaexponeringen i statsskulden från 2015 var väl övervägt, även om det hade varit att föredra att avvecklingen påbörjats i ett mer normalt penningpolitiskt läge. ESV har bl.a. räknat på valutaskuldens utveckling utifrån antagandet om att den gradvisa minskningen hade inletts 2011 i stället för 2015.

Regeringen delar ESV:s bedömning om att det, med facit i hand, hade varit att föredra om den gradvisa minskningen av valutaväxlingen påbörjats i ett mer normalt penningpolitiskt läge än vad som var fallet 2015. Nedan ges en beskrivning av det fleråriga analys- och berednings-

arbete som ledde fram till att den gradvisa valutaexponeringen inleddes 2015.

Våren 2010 gav regeringen Riksgäldskontoret i uppdrag (dnr Fi2010/02193) att göra en scenarioanalys med utgångspunkt från en betydligt högre respektive lägre statsskuld om hur stora andelarna i de olika skuldslagen bör vara samt analysera hur löptiden bör hanteras i dessa fall. I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2013 redovisades en slutrapport. I rapporten framgick att en djupare analys av kostnadsaspekterna var nödvändig innan riktlinjerna för valutaskuldens styrning omprövas. I riktlinjeförslaget för 2014 lämnades både en fördjupad analys och ett förslag till en ny styrmodell för valutaskulden. Förslaget innebar att regeringen skulle besluta om ett tak för hur stor valutaandelen får vara samt att valutaandelens andel därefter blir beroende av Riksgäldskontorets bedömning av möjligheterna att sänka den förväntade kostnaden med valutaexponering, med beaktande av risk. I riktlinjebeslutet för 2014 valde regeringen att avvakta med att ändra styrmodellen för valutaskulden. Som skäl till detta angavs att information från två utredningar bör inväntas, dels betänkandet från utredningen om översyn av statsskuldspolitiken dels beslut angående utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning. Vidare bedömdes det inte heller ur ett kostnadsperspektiv som ogynnsamt att behålla den dåvarande valutaandelen. Riksgäldskontoret skrev även i sitt riktlinjeförslag att man även med sin föreslagna styrmodell har för avsikt att behålla valutaandelen under 2014. I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2015 avslutades de föregående årens analys. Slutsatsen var att det inte fanns skäl att ha valutaexponering i den strategiska portföljen.

Riksgäldskontorets slutsats och regeringens beslut i riktlinjerna för 2015 om att påbörja en gradvis minskad valutaexponering motiverades av att det inte finns tillräckligt stöd för att valutaexponering ger lägre förväntade kostnader för staten men att den medför valutarisk. I riktlinjebeslutet för 2015 tydliggjordes att minskningstaktens storlek baseras på att låta den nuvarande valutaexponeringen förfalla. Beslutet att minska valutaexponeringen påverkar inte Riksgäldskontorets möjlighet att låna i utländsk valuta.

Positionstagningen

ESV menar att den diskussion om positionsmandatets storlek som ESV förde i granskningen inför utvärderingsskrivelsen för 2009–2013 fortfarande är aktuell. Diskussionen handlade bland annat om avvägningen mellan politisk risk och målet om kostnadsminimering. ESV anser att regeringen och Riksgäldskontoret ser olika på hur mandaten, framför allt mandatet för positioner i kronans valutakurs, ska se ut. Båda argumenterar för att minska risken men från olika utgångspunkter. Regeringen vill behålla mandatet oförändrat medan Riksgäldskontoret ser ett oförändrat mandat som att risken för att inte bedriva en effektiv förvaltning av statsskulden med fokus på risk och kostnad ökar. ESV menar att de skilda synsätten framkom tydligast i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2017 där man ser en eventuell konflikt mellan utvecklingen av valutakurser och kravet på att minska valutaskulden. Riksgäldskontoret föreslog att mandatet för positioner i kronans

valutakurs skulle höjas från 7,5 till 20 miljarder kronor så att inväxlingen vid en plötslig försvagning av kronan skulle kunna avbrytas under ett år istället för under 4,5 månader.

I beslutet till riktlinjer för 2017 avvisade regeringen förslaget om höjt positionsmandat med argumentet om att det skulle riskera att komma i konflikt med den förda penningpolitiken. Av budgetlagen framgår att statsskuldskörelsen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer och att Riksbanken ska ges möjlighet att yttra sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer. Nedan framgår Riksbankens yttrande över Riksgäldskontorets (Riksgäldens) förslag till riktlinjer för statsskuldens skörelse 2017–2020.

Enligt de nuvarande riktlinjerna för statsskuldens skörelse ska Riksgälden amortera ned valutaskulden. Riksgälden har idag mandat att ta valutapositioner för maximalt 7,5 miljarder kronor. I riktlinjeförslaget föreslår Riksgälden nu att det skulle vara mer kostnadseffektivt om ett större utrymme finns att skjuta på amorteringarna av utlandsskulden om kronan bedöms vara undervärderad. Som ett led i detta vill Riksgälden att mandatet för valutapositioner höjs från 7,5 till 20 miljarder kronor.

Riksbankens direktionsstyrelse har kommunicerat att den står beredd att intervensera på valutamarknaden om en alltför snabb förstärkning av kronan riskerar att hota uppgången i inflationen mot målet. Ett utökat mandat för Riksgälden, med möjlighet att ta positioner för en starkare krona, skulle då kunna komma i konflikt med den förda penningpolitiken, och skapa oklarhet och en onödig osäkerhet på de finansiella marknaderna om prisbildningen på den svenska kronan. Riksbanken finner att övriga förslag är förenliga med penningpolitiken.

Premieobligationernas bidrag till det statsskuldspolitiska målet

I riktlinjerna för 2017 beslutade regeringen att målperspektivet för privatmarknadsupplåningen skulle förlängas i enlighet med Riksgäldskontorets förslag. Bakgrunden var att de senaste årens låga räntenivåer gjort att privatmarknadsupplåningen inte bidragit till målet att minska kostnaderna för statsskulden. Det förlängda målperspektivet gjorde det möjligt att kunna återuppta upplåningsformen igen om den bedöms kunna bli lönsam senare. För att begränsa räntekostnadsförlusten fram till dess att upplåningsformen bedöms vara lönsam igen, uppmanade regeringen Riksgäldskontoret att överväga att inte ge ut premieobligationer. I december 2016 fattade Riksgäldskontorets styrelse beslut om att inte ge ut premieobligationer tillsvidare mot bakgrund av det låga ränteläget.

ESV instämmer i regeringens analys och anser att Riksgäldskontorets beslut att tillsvidare inte ge ut premieobligationer är riktigt mot bakgrund av det fallande resultatet i verksamheten och den stora osäkerheten om den framtida efterfrågan på premieobligationer. Regeringen har därför för avsikt att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att överväga att ha avvecklat sparformen när de sista utestående premieobligationerna löper till förfall 2021. En förutsättning för detta är att merkostnaderna förknippade med att ha beredskap för att kunna återta sparformen inte längre bedöms motiverade.

Regeringsuppdrag

Rapport 2018:29
Utvärdering av statens upplåning
och skuldförvaltning 2013–2017



Skr. 2017/18:104
Bilaga 1

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

Datum: 2018-03-14
Dnr: 2018-00212
ESV-nr: 2018:29
Copyright: ESV
Rapportansvarig: Anna Hansson

Förord

Ekonomistyrningsverket (ESV) har i regleringsbrev för 2017 och 2018 fått i uppdrag att utvärdera statens upplåning och skuldförvaltning för perioden 2013–2017.

Granskningens inriktning kan sammanfattas i två punkter:

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under åren 2013–2017 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.

Enligt uppdragsbeskrivningen är Ekonomistyrningsverket oförhindrat att utvärdera även andra frågeställningar.

Uppdragsbeskrivningen i sin helhet återfinns i bilaga 1.

Arbetet med regeringsuppdraget har genomförts av Anna Hansson (projektledare), Svante Hellman (expert) och Matts Karlson (utredare).

Ekonomistyrningsverket överlämnar härmed rapporten Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017. Uppdraget är därmed avslutat.

Stockholm den 14 mars 2018

Clas Olsson

Anna Hansson

Skr. 2017/18:104
Bilaga 1

FÖRORD

Innehåll

Förord.....	3
1 Sammanfattning.....	7
2 Bakgrund.....	13
2.1 De offentliga finanserna internationellt.....	13
2.2 De offentliga finanserna i Sverige.....	15
3 Statsskuldens utveckling.....	19
3.1 Maastrichtskulden.....	20
3.2 Statsskulden.....	21
3.3 Engångseffekter som påverkat statsskulden.....	22
3.3.1 Försäljning av statlig egendom.....	23
3.3.2 Överföring av tillgångar från Ålderspensionssystemet.....	23
3.3.3 Lån till Riksbanken.....	24
3.3.4 Övriga engångseffekter för statsskulden.....	24
3.4 Statsskulden och Riksbankslånet.....	25
3.5 Finansiering av statskulden.....	27
4 Regeringens riktlinjeändringar.....	29
4.1 Förändringar i statsskuldens löptid 2016–2017.....	29
4.1.1 Bakgrunden till förlängda löptider.....	31
4.1.2 Bredare löptidsintervall.....	33
4.1.3 Användningen av ränteswappar.....	34
4.1.4 ESV:s kommentarer.....	34
4.2 Statsskuldens sammansättning förändras inte.....	35
4.2.1 Särskilt om andelen real kronskuld.....	36
4.3 Valutaskulden.....	38
4.3.1 Styrningen av valutaskulden.....	38
4.3.2 ESV:s kommentarer.....	41
4.4 Positionstagningen.....	48
4.4.1 Positionstagningen före 2017.....	48
4.4.2 Positionstagningen från och med 2017.....	50
4.4.3 ESV:s kommentarer.....	51
4.4.4 Positioner i den löpande förvaltningen.....	53
4.5 Premieobligationernas bidrag till det statsskuldspolitiska målet.....	54
5 Riksgäldens tillämpning.....	57
5.1 Statsskuldens sammansättning och löptid.....	57
5.2 Nytt kostnadsmått för att utvärdera det övergripande målet.....	59
5.3 Marknadsvärd.....	61
5.4 Likviditeten på statsobligationsmarknaden.....	63
5.4.1 Riksgälden kan påverka likviditeten indirekt.....	64
5.4.2 Likviditet är svårt att mäta.....	66

INNEHÅLL

5.4.3	Omsättningen på den svenska obligationsmarknaden 2005–2017	67
5.4.4	Analys av likviditeten för statsobligationer.....	68
5.4.5	Vad säger aktörerna?.....	69
5.4.6	Vad beror den försämrade likviditeten på?.....	72
5.4.7	ESV:s kommentarer	73
	Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning	77

1 Sammanfattning

ESV har utvärderat statsskuld förvaltningen för perioden 2013–2017 med fokus på 2016 och 2017.

ESV kan konstatera att såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldens tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt har legat i linje med målet för statsskuldspolitiken – att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk. ESV vill betona att den sjunkande likviditeten på marknaden för statsobligationer utgör ett orosmoment för statsskuld förvaltningen. Riksgälden har hitintills kunnat hantera situationen tack vare en aktiv marknadsvård. Bland annat har Riksgälden ökat repofaciliten kraftigt under de senaste två åren. Om likviditeten inte förbättras är dock frågan om Riksgälden långsiktigt har det handlingsutrymme de behöver för att upprätthålla en likvid marknad i nominella statsobligationer.

Välskötta offentliga finanser

Den ekonomiska politiken, utvecklingen i världsekonomin och den svenska ekonomin utgör en yttre ram för statsskuld förvaltningen. Andra faktorer kopplade till den yttre ramen är inflationstakten, inflationsutsikterna och penningpolitikens utformning. I en internationell jämförelse har Sverige starka offentliga finanser, framför allt om man ser till det finansiella sparandet och den offentliga skulden. De svenska offentliga finanserna har utvecklats väl sedan införandet av det finanspolitiska ramverket efter 90-talskrisen. Även om sparandet sedan 2000 har legat under den målsatta nivån om ett överskott om 1 procent av BNP över en konjunkturcykel – så uppgår det finansiella sparandet i offentlig sektor i genomsnitt till 15 miljarder kronor per år eller totalt 277 miljarder kronor. Det finansiella sparandet i staten har utvecklats något svagare. Om man exkluderar den överföring som gjordes från AP-fonderna till staten i samband med pensionsöverenskommelsen uppgår sparandet i staten till 61 miljarder kronor sedan 2000. Den underliggande utvecklingen har dock varit betydligt starkare då riksdagen under samma period beslutat om skattesänkningar på 170 miljarder kronor.

Statsskuldens utveckling

Det är inte den underliggande utvecklingen av statens inkomster och utgifter som minskat statsskulden i nominella termer de två senaste decennierna utan olika engångseffekter. Mellan 1999 och 2017 har skulden reducerats från 1 374 miljarder till 1 265 miljarder kronor, det vill säga med 109 miljarder kronor. Skuldens minskning beror på olika engångseffekter, som sammantaget sänkt skulden med nästan 300 miljarder kronor. De engångseffekter som framför allt sänkt skulden är

SAMMANFATTNING

inkomster från försäljning av statlig egendom och överföring av tillgångar från AP-fonden. Utan dessa skulle skulden i stället ha ökat med närmare 150 miljarder kronor. Den underliggande utvecklingen av statens inkomster och utgifter har alltså bidragit till att höja statsskulden. Minskningen av skuldkvoten, det vill säga skulden i förhållande till BNP, förklaras främst av BNP-tillväxten. Riksbankens lån i Riksgälden är emellertid en engångseffekt som höjt statsskulden med drygt 230 miljarder kronor, motsvarande 5 procent av BNP.

Regeringens riktlinjeändringar

Längre löptider och bredare intervall

Regeringen har förlängt löptiden för den nominella kronskulden med upp till tolv år till förfall både 2016 och 2017. Även bredden i löptidsintervall ökade 2016. Valutaskuldens löptid förlängdes 2016 genom att det tidigare löptidsriktvärdet på 0,125 år ersattes med ett styrintervall på 0–1 år. Det innebär att samtliga skuldslag numera styrs med hjälp av intervall. För övriga skuldslag blev styrningen oförändrad under 2016 och 2017. Motivet till de förlängda löptiderna är att kostnadsfördelen med kort upplåning har minskat över tid.

För ESV framstår förlängningen av statsskuldens löptid som väl avvägd mot bakgrund av att kostnadsfördelen med kort upplåning har minskat. Ett alternativ till att gradvis förlänga löptiden i den nominella kronskulden hade varit att ge Riksgälden ett något större löptidsintervall tidigare. Det faktum att de faktiska utfallen för den nominella kronskulden har legat nära den övre gränsen av styrintervall under flera år och att regeringen kontinuerligt höjt löptiden talar för det.

Oförändrad sammansättning av skulden

Statsskuldens sammansättning har inte förändrats under 2016 och 2017. Riksgälden har dock i riktlinjeförslaget för 2017 analyserat om det finns anledning att ändra styrningen av den reala skulden från en fast andel till ett nominellt belopp. Riksgäldens analys mynnar ut i att en övergång till ett riktmärke skulle innebära en svagare styrning och minskad transparens eftersom styrintervall skulle behöva bli relativt stort. En statisk målnivå skulle också minska flexibiliteten i låneplaneringen. ESV delar Riksgäldens analys. Enligt ESV aktualiserar analysen även frågan om andelen på 20 procent borde minska på sikt. Flera skäl talar för det. Lånebehovet är i dag litet och förväntas minska på sikt. Kostnadsfördelen för reala obligationer förefaller också ha sjunkit över tid till följd av lägre inflationsförväntningar. Det faktum att likviditeten i nominella statsobligationer har försämrats talar också för att öka andelen nominell kronskuld.

Valutaskulden

Inför 2015 beslutade regeringen att inriktningen för valutaskulden skulle ändras så att valutaexponeringen i statsskulden gradvis skulle minska under de kommande åren. Minskningen skulle som högst uppgå till 30 miljarder kronor men med inriktning om en årlig minskningstakt om 20 miljarder kronor. I riktlinjebeslutet framgår också att möjligheten för Riksgälden att beakta förväntningar om kronans utveckling i syfte att sänka kostnaden för statsskulden ska göras inom ramen för tilldelat positionsmandat och inte genom att öka eller att minska inväxlingen av valutaskulden. Ett beslut om att avveckla valutaskulden omfattar tre frågeställningar:

- Ska valutaskulden avvecklas eller behållas?
- Hur ska valutaskulden avvecklas?
- När ska valutaskulden börja avvecklas?

I utvärderingen 2016 kunde ESV konstatera att under den senaste tioårsperioden hade utländska korta räntor i genomsnitt varit 2/3 procentenheter lägre än svenska vilket gett en kostnadsfördel för lån i utländsk valuta. Valutarörelser gav å andra sidan i genomsnitt ett negativt bidrag på 1/2 procentenhet. Om man utvidgar tidsperioden till att även omfatta de senaste fyra åren har det genomsnittliga positiva bidraget från ränteskillnader minskat till 0,45 procentenheter. Valutarörelserna har dock ökat vilket gjort att det genomsnittliga negativa bidraget ökat till 1,3 procentenheter. Sammantaget innebär detta att valutaupplåningen istället för att sänka kostnaden har ökat kostnaden för förvaltningen av statsskulden. Riksgäldens förslag och regeringens beslut att avveckla valutaskulden framstår som väl övervägt.

Avvecklingen av valutaskulden påbörjas alltså samtidigt som riksbanken vidtar åtgärder för att påverka kronan i syfte att påverka inflationen. Med tanke på valutaskuldens storlek och den avvecklingstakt som är beslutad behövs en relativt kort tid för att avveckla valutaskulden. Sett i det perspektivet anser ESV att en avveckling av valutaskulden i ett mer normalt penningpolitiskt läge varit att föredra.

Riksgäldens motiv för att välja i vilken valuta valutaskulden ska växlas in har varierat. Med tanke på svårigheterna att prognosticera valutakurser skulle en alternativ strategi vara att utgå från de olika valutornas andel av valutaskulden. Det skulle innebära att inväxling gjordes i proportion till respektive valutas andel av valutaskulden.

Positionstagandet

Regeringen har under senare år minskat Riksgäldens möjligheter att ta positioner, både i den svenska kronan och i utländsk valuta. ESV kan konstatera att regeringen och Riksgälden ser olika på hur mandaten, framför allt mandatet för positioner i den kronans valutakurs, ska se ut. Båda argumenterar för att minska risken. Regeringen vill behålla ett mindre mandat medan Riksgälden menar att ett större mandat ökar möjligheten att bedriva en effektiv förvaltning av statsskulden med fokus på risk och kostnad.

Vid en plötslig försvagning av kronan räcker det nuvarande mandatet i kronans växelkurs till att skjuta upp inväxlingen av valutaskulden under 4,5 månader. ESV delar Riksgäldens uppfattning att storleken på mandatet måste anses som lågt mot bakgrund av att Riksgälden inte kan ta några taktiska positioner i kronans valutakurs inom ramen för den löpande förvaltningen. Riksgäldens föreslagna höjning av mandatet framstår därför som rimlig.

Premieobligationsupplåningen

I riktlinjerna för 2017 beslutade regeringen i enlighet med Riksgäldens förslag att göra målperspektivet för premieobligationsutlåningen mer långsiktigt. Regeringen uppmanade samtidigt Riksgälden att överväga att inte ge ut premieobligationer fram till dess att upplåningsformen bedöms vara lönsam igen. Regeringen menade att de besparingar som premieobligationer kan bidra med på längre sikt är osäkra och bygger på att det går att emittera större premieobligationslån än i dag. I december 2016 fattade Riksgäldens styrelse beslut om att inte ge ut premieobligationer tillsvidare mot bakgrund av det låga ränteläget. ESV instämmer i regeringens analys och anser att Riksgäldens beslut att tillsvidare inte ge ut premieobligationer är riktigt mot bakgrund av det fallande resultatet i verksamheten och den stora osäkerheten om den framtida efterfrågan på premieobligationer.

Riksgäldens tillämpning

ESV:s bedömning är att Riksgälden har uppfyllt regeringens riktlinjer vad gäller statsskuldens sammansättning och löptid. Löptiden har legat inom riktlinjerna för samtliga skuldslag under 2016 och 2017. Även statsskuldens sammansättning har i huvudsak legat inom riktlinjerna. Enda undantaget är den nominella kronskulden med över tolv år till förfall där utfallet varit något lägre än det långsiktiga riktvärdet för utestående volym på 70 miljarder kronor. Vid utgången av 2016 och 2017 uppgick den utestående volymen till 58 respektive 62 miljarder kronor. Den utestående stocken av långa obligationer beror i stor utsträckning på marknadens intresse för långa instrument. Mot bakgrund av att riktvärdet är långsiktigt och att

den utestående stocken successivt har ökat under senare år anser ESV att riktlinjerna får anses uppfyllda även i denna del.

Riksgälden får överlag ett gott betyg av marknadsaktörerna i den senaste enkätundersökningen från 2017 och resultatet ligger i linje med resultaten från tidigare år. Riksgälden står sig också bra i jämförelse med andra skuldkontor och resultaten har överlag förbättrats sedan 2015. Ett område som sticker ut i årets enkät och som inte har blivit bättre utan tvärtom visar mycket negativa och sjunkande resultat är marknadsaktörernas betyg på likviditeten på statsobligationsmarknaden. Resultaten gäller både för svenska och utländska investerare.

Riksgälden föreslår ett nytt kostnadsmått

För att underlätta utvärderingen av det övergripande målet för statsskuldsvärvaltningen har Riksgälden tagit fram ett nytt mått för att följa upp statsskuldens totala kostnad. Det nya måttet innebär en modifiering av det nuvarande kostnads-måttet periodiserad kostnad så att det inte längre beror på antaganden om framtida händelser och därmed behöver revideras retroaktivt. Istället ska kostnader som uppkommer på grund av växelkursförändringar, inflationsuppräknning och återköp tas löpande i takt med att de uppstår. Det nya måttet är tänkt att användas första gången i utvärderingen av statskuldsvärvaltningen 2018.

Skr. 2017/18:104
Bilaga 1

SAMMANFATTNING

2 Bakgrund

I budgetlagen anges det övergripande målet för statsskuldsvärdningen vilket är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskuden med beaktande av risk. Förvaltningen av statsskuden ska också ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.¹ Regeringen styr förvaltningen av statsskuden på en övergripande nivå genom att varje år ge ut riktlinjer för statsskudens förvaltning. Till grund för beslutet ligger bland annat Riksgäldens förslag till riktlinjer. Riksbanken har också möjlighet att yttra sig över Riksgäldens förslag. I riktlinjerna fastställs bland annat statsskudens sammansättning och löptid. Genom riktlinjerna kan regeringen påverka statsskudens exponering mot olika risker. Riktlinjerna skapar också transparens och förutsägbarhet. Riktlinjerna styr däremot inte själva finansieringen av skuden. Det är Riksgälden som beslutar i vilket skudslag och med vilken löptid som lånen tas upp.² Den ekonomiska politiken, utvecklingen i världsekonomin och den svenska ekonomin utgör en yttre ram för statsskuldsvärdningen. Andra faktorer som är kopplade till den yttre ramen är inflationstakten, inflationsutsikterna och penningpolitikens utformning. Basen för hur höga räntekostnaderna blir är storleken på statsskuden och budgetsaldona.

2.1 De offentliga finanserna internationellt

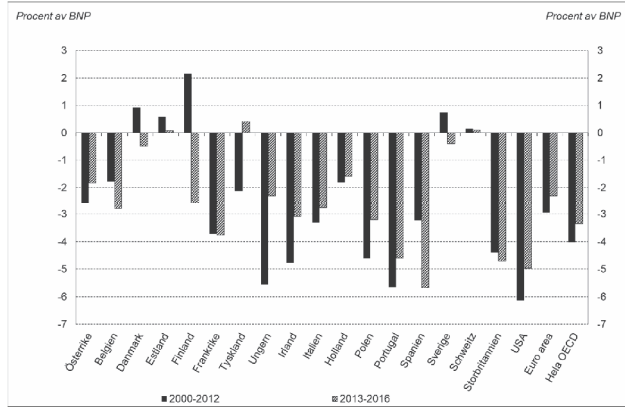
I en internationell jämförelse har Sverige mycket starka finanser, framför allt om man ser till det finansiella sparandet och den offentliga skuden. I diagram 1 redovisas medelvärden för det finansiella sparandet i ett urval OECD länder under två perioder. Den första perioden omfattar åren 2000–2012 medan den andra perioden omfattar åren 2013–2016, det vill säga utvecklingen ett antal år efter finanskrisen. Som framgår av diagrammet är det endast ett fåtal länder, varav Sverige är ett, som har ett positivt finansiellt sparande eller ett sparande nära noll. Trots högkonjunkturen under den andra perioden finns det ett antal länder som försämrats och fortfarande har ett stort negativt finansiellt sparande (Belgien, Frankrike, Spanien och Storbritannien), vilket tyder på att det finns strukturella problem i dessa länder.

¹ 5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203).

² Se bland annat Riksgälden (2017) Underlag för utvärdering av statsskudens förvaltning 2016.

BAKGRUND

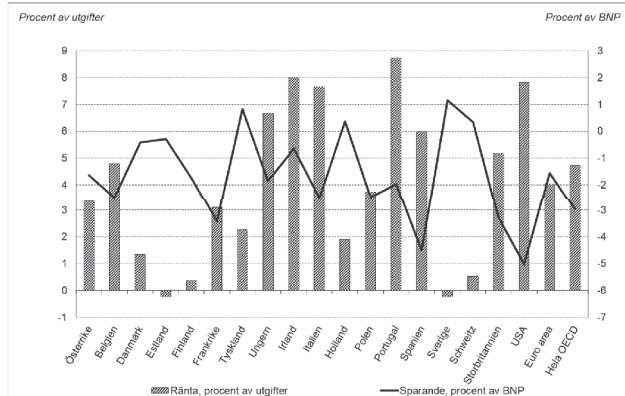
Diagram 1 Medelvärdet av finansiellt sparande under perioden 2000–2012 och 2013–2016



Källa: OECD

Ett svagt finansiellt sparande visar sig även i ländernas statsskulder (se kapitel 3) och även i hur stor andel av utgifterna som utgörs av räntebetalningar. I Ungern, Irland, Italien, Portugal Spanien, Storbritannien och USA tar nettoräntebetalningarna i anspråk mer än 5 procent av de totala utgifterna, se diagram 2.

Diagram 2 Nettoräntebetalningar som andel av de totala utgifterna samt finansiellt sparande som andel av BNP 2017

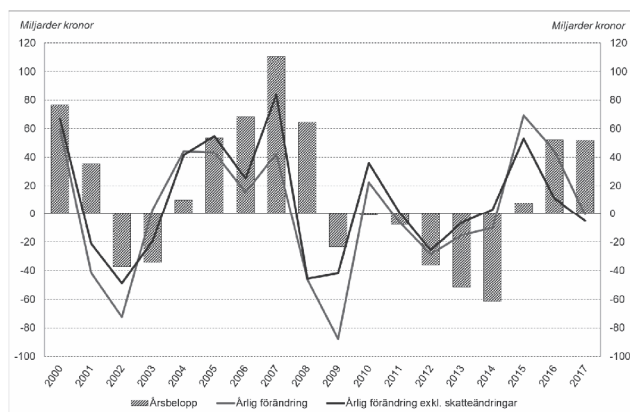


Källa: OECD

2.2 De offentliga finanserna i Sverige

De svenska offentliga finanserna har utvecklats väl sedan införandet av det finanspolitiska ramverket efter 90-talskrisen. Även om sparandet sedan 2000 har legat under den målsatta nivån om ett överskott om 1 procent av BNP över en konjunkturcykel – så uppgår det finansiella sparandet i offentlig sektor i genomsnitt till 15 miljarder kronor per år eller totalt 277 miljarder kronor.

Diagram 3 Offentliga sektorns finansiella sparande samt årlig förändring inklusive och exklusive skatteändringar



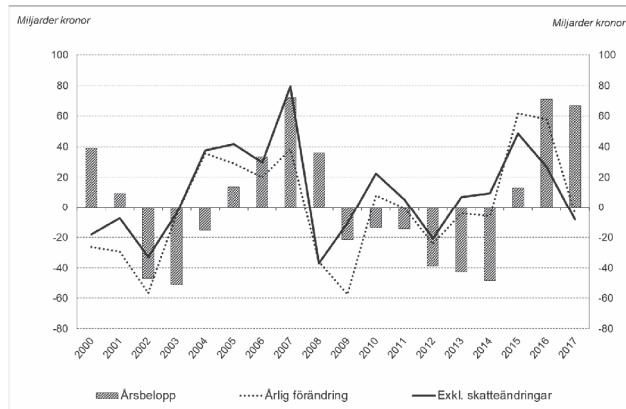
Källa: SCB

I början av perioden förklaras det positiva finansiella sparandet i offentlig sektor av överskott i ålderspensionssystemet. Därefter är sparandet i ålderspensionssystemet ganska stabilt medan statens finansiella sparande å andra sidan är väldigt volatilt. Volatiliteten beror främst på skatteintäkterna där skatt på kapital- och bolagsvinster kan variera mycket från ett år till ett annat. Under hela perioden uppgår sparandet i staten till 61 miljarder kronor³. Under samma period har riksdagen beslutat om skattesänkningar på 170 miljarder kronor.

³ Sparandet i staten uppgår egentligen till 261 miljarder kronor men 200 miljarder kronor avser en överföring från AP-fonderna till staten. Se kapitel 3.

BAKGRUND

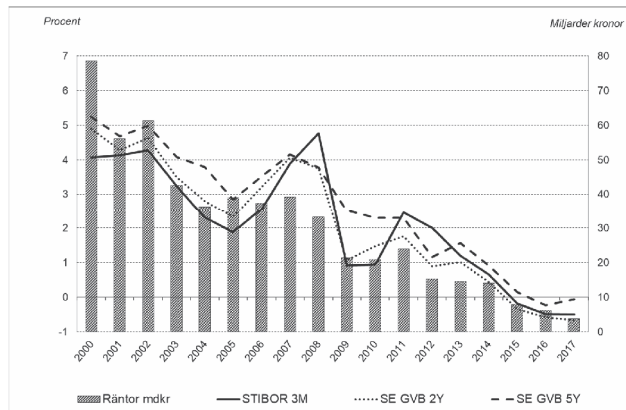
Diagram 4 Statens finansiella sparande samt årlig förändring inklusive och exklusive skatteändringar



Källa: SCB

Den starka utvecklingen av det finansiella sparandet förklaras bland annat av lägre räntekostnader.

Diagram 5 Statens räntekostnader netto samt utvecklingen av korta och längre räntor



Källa: Riksbanken och SCB

Som framgår av diagram 5 har statens räntekostnader netto minskat från 78 miljarder kronor år 2000 till 4 miljarder kronor 2017. Den kraftiga nedgången beror till stor del på den kraftiga räntenedgången som skett under perioden, i synnerhet efter finanskrisen. Vid en normalisering av räntenivåerna kommer räntekostnaderna att öka. Det finansiella sparandet kommer dock att minska mindre eftersom statens intäkter även påverkas positivt av högre räntenivåer.

Skr. 2017/18:104
Bilaga 1

BAKGRUND

3 Statsskuldens utveckling

Det är inte den underliggande utvecklingen av statens inkomster och utgifter som minskat statsskulden i nominella termer de två senaste decennierna utan olika engångseffekter. De engångseffekter som framför allt sänkt skulden är inkomster från försäljning av statlig egendom och överföring av tillgångar från AP-fonden. Minskningen av skuldkvoten, det vill säga skulden i förhållande till BNP, förklaras främst av BNP-tillväxten. Riksbankens lån i Riksgälden är emellertid en engångseffekt som höjt statsskulden med drygt 200 miljarder kronor, motsvarande 5 procent av BNP.

Det finns flera olika skuldbegrepp

Begreppet *okonsoliderad statsskuld* består av Riksgäldens alla utestående skuldinstrument. Riksgälden använder även ett skuldbegrepp med avdrag för vissa finansiella tillgångar; utlåningen till Riksbanken och till andra stater (så kallad vidareutlåning) och förvaltningstillgångar (se avsnitt 3.4). Det är detta skuldbegrepp som regeringens riktlinjer avser.

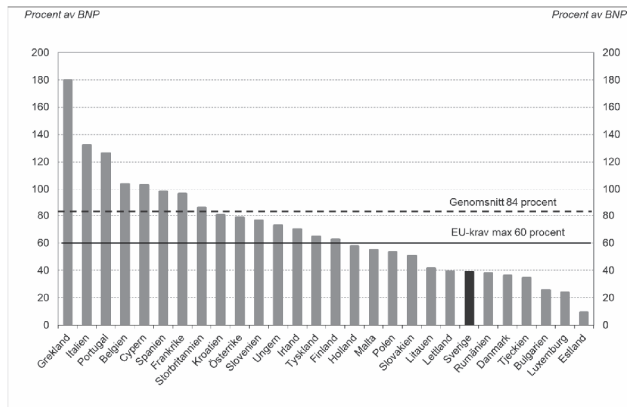
I begreppet *konsoliderad statsskuld* har statliga myndigheters innehav av statspapper räknats bort från den okonsoliderade statsskulden. Det visar den egentliga statliga skuldsättningen och används bland annat i budgetpropositionen, i ESV:s prognoser och i detta avsnitt. Skillnaden mellan den konsoliderade och den okonsoliderade skulden utgörs framför allt av Kärnavfallsfondens och Insättningsgarantinämndens statspappersinnehav. De senaste åren har detta innehav sammanlagt uppgått till drygt 50 miljarder kronor eller cirka 1 procent av BNP.

I begreppet *offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskulden)* ingår hela den offentliga sektorns skulder. Interna skulder inom och mellan de tre delsektorerna staten, kommunsektorn och ålderspensionssystemet är borträknade. Skulden värderas till nominellt värde. Detta mått definieras av EU-regler och används vid bedömningen av medlemsländernas offentliga finanser. Kravet är att skulden inte får överstiga 60 procent av BNP.

3.1 Maastrichtskulden

Sveriges Maastrichtskuld, den offentliga sektorns bruttoskuld, uppgick 2017 till 39 procent av BNP. Maastrichtskulden utgörs till största delen av statens skuld och till en mindre del, cirka en fjärdedel, av kommunsektorns skuld. Sveriges Maastrichtskuld är betydligt lägre än EMU-kravet som innebär att skulden inte får överstiga 60 procent av BNP. Av de 28 EU-länderna klarar 13 länder detta krav⁴. Endast sex länder har en lägre skuld än Sverige, se diagram 6. Den genomsnittliga skulden för alla EU-länder är 84 procent av BNP. Den har sjunkit något de senaste åren, från som högst 88 procent av BNP 2014.

Diagram 6 EU-ländernas Maastrichtskuld 2017

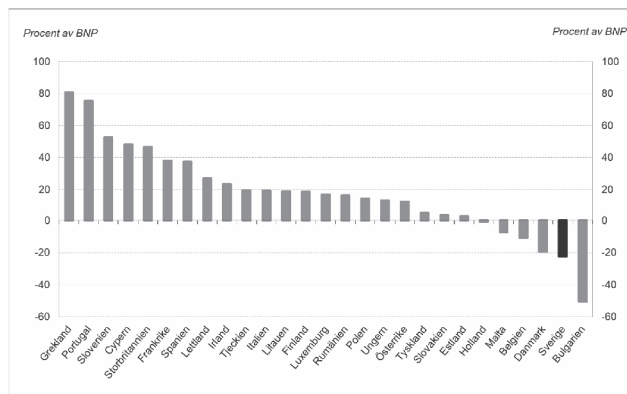


Källa: Eurostat

Sveriges Maastrichtskuld har sedan 1999 minskat med 23 procentenheter. Medan den statliga delen av skulden har sjunkit markant under perioden har den kommunala delen ökat. Förändringen av den svenska Maastrichtskulden står i skarp kontrast till utvecklingen i många andra EU-länder, se diagram 7. Under perioden är det bara sex länder som har minskat sin skuldkvot – och endast Bulgarien har minskat den mer än Sverige. EU-ländernas genomsnittliga skuld har ökat med 24 procent av BNP.

⁴ Enligt EU-kommissionens höstprognos 2017.

Diagram 7 EU-ländernas förändring av Maastrichtskulden 1999–2017



Källa: Eurostat

Skuldutvecklingen sedan 1999 i många EU-länder påminner om utvecklingen i Sverige under 1990-talskrisen. Under krisen dubblerades i stort sett den svenska Maastrichtskulden på fyra år, till som högst 70 procent av BNP 1996.

3.2 Statsskulden⁵

Den svenska statsskulden har alltså sjunkit sedan 1990-talet och är nu förhållandevis låg. Minskningen gäller framför allt skuldkvoten, som har minskat från 61 procent av BNP 1999 till 26 procent⁶ 2017. Minskningen är främst en effekt av BNP-tillväxten under perioden. Skulden har också minskat i nominella termer men betydligt måttligare. Enligt ESV:s senaste prognos har skulden reducerats från 1 374 miljarder kronor 1999 till 1 223 miljarder kronor 2017, det vill säga med cirka 150 miljarder kronor.⁷ Skuldens minskning beror på olika engångseffekter, som sammantaget sänkt skulden med nästan 300 miljarder kronor, se tabell 1. Utan dessa skulle skulden i stället ha ökat med närmare 150 miljarder kronor⁸. Den underliggande utvecklingen av statens inkomster och utgifter har alltså bidragit till att höja statsskulden. I procent av BNP har dock den underliggande skulden minskat – till 33 procent – eftersom BNP ökat snabbare än skulden. Dagens skuldkvot skulle vara drygt 6 procentenheter

⁵ I detta avsnitt och i avsnitt 3.3 och 3.4 används begreppet konsoliderad statsskuld (se faktaruta).

⁶ Alla belopp avseende 2017 enligt ESV:s novemberprognos 2017.

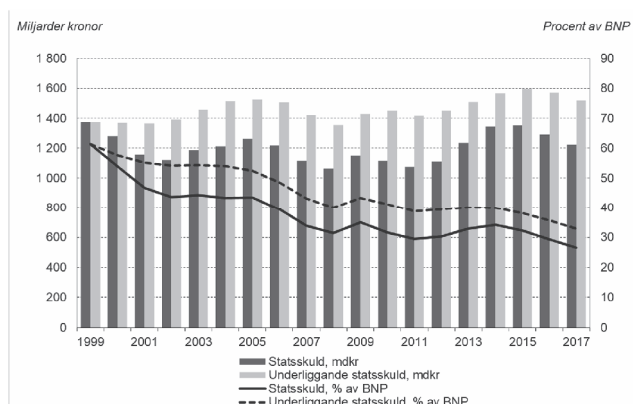
⁷ Utfallet för den konsoliderade statsskulden är 1 265 miljarder kronor 2017.

⁸ Med utfallsiffior för 2017 blir skillnaden 109 miljarder kronor.

STATSSKULDENS UTVECKLING

högre utan dessa engångseffekter. Diagram 8 visar utvecklingen 1999–2017 av statskulden respektive den underliggande statskulden, det vill säga exklusive engångseffekters påverkan, såväl nominellt som i procent av BNP.

Diagram 8 Statsskuld och underliggande statsskuld 1999–2017



Källa: ESV och Riksgälden

De är framför allt två engångsposter som sänkt skulden – inkomster vid försäljning av statlig egendom (främst aktier) samt överföring av tillgångar från Ålderspensionssystemet i samband med omläggningen av pensionssystemet i början av 2000-talet.

Tabell 1 Statsskuldens förändring 1999–2017

Miljarder kronor	
Statsskuld 1999	1 374
Statsskuld 2017	1 223
Förändring	-151
Påverkan av engångseffekter:	
Försäljning av egendom	-230
Överföring från Ålderspensionssystemet	-188
Lån till Riksbanken	232
Övriga engångseffekter	-110
Summa engångseffekters påverkan	-296
Underliggande förändring	145

Källa: ESV och Riksgälden

En stor engångspost som höjt skulden är Riksbankens lån i Riksgälden för att stärka valutareserven. Engångsposternas påverkan sammanfattas i tabellen ovan. De beskrivs närmare därefter.

3.3 Engångseffekter som påverkat statsskulden

3.3.1 Försäljning av statlig egendom

Försäljning av statlig egendom – framför allt statligt ägda aktier – har inneburit stora inkomster för staten⁹, sammanlagt 230 miljarder kronor sedan 1999¹⁰. De största försäljningarna avsåg de helägda bolagen Vin & Sprit och Vasakronan (50 respektive 25 miljarder kronor), en del av ägandet i Telia (87 miljarder kronor) samt resterande innehav i Nordea (62 miljarder kronor). Huvuddelen av försäljningarna skedde under åren 2000, 2008 och 2013.

3.3.2 Överföring av tillgångar från Ålderspensionssystemet

I samband med omläggningen av pensionssystemet 2001 gjordes en stor överföring från AP-fonderna till statens budget för att kompensera för de åtaganden som flyttades från Ålderspensionssystemet till staten. Överföringen påbörjades redan åren 1999 och 2000 med likvida medel om 45 miljarder kronor respektive år. År 2001 överfördes bostadsobligationer om 70 miljarder kronor och statsobligationer om 85 miljarder kronor (marknadsvärden). Den totala överföringen, och påverkan på statens finansiella sparande, uppgick därmed till 245 miljarder kronor. Effekten på statsskulden var emellertid något mindre, totalt 233 miljarder kronor. Att effekten var mindre berodde på att statsobligationerna – som fördes över till Riksgälden och makulerades – reducerade statsskulden med sitt nominella värde om 68 miljarder kronor¹¹, det vill säga lägre än marknadsvärdet. Överföringen påverkade statsskulden under flera år till följd av att Riksgälden behöll bostadsobligationerna tills de förföll under den följande femårsperioden. De inbringade under denna tid också ränteinkomsten om 5 miljarder kronor. Under perioden 2000–2017 medförde AP-fondsöverföringen därmed en minskning av statsskulden med 188 miljarder kronor. Effekten på Maastrichtskulden var emellertid mindre, 120 miljarder kronor, till följd av att statsobligationerna redan hade räknats av. Det är värt att notera att startpunkten för denna analys är den sista december 1999 vilket medför att den första överföringen om 45 miljarder kronor som AP-fonderna gjorde under 1999 inte ingår.

⁹ Dessa försäljningsinkomster påverkar varken statens finansiella sparande eller statens nettoförmögenhet, endast budgetsaldo, statsskuld och Maastrichtskuld.

¹⁰ Aktieförsäljning medför också bortfall av eventuella framtida utdelningsinkomster för staten, som skulle ha skänkt skulden. Detta har inte beaktats i denna analys.

¹¹ Statens budgetsaldo påverkades inte av denna transaktion, statsskulden minskade direkt (se Skulldispositioner m.m.).

3.3.3 Lån till Riksbanken

Under 2009 och 2013 lånade Riksbanken motsvarande cirka 200 miljarder kronor i dollar och euro av Riksgälden för att stärka valutareserven. Riksgäldens upplåning för Riksbankens räkning höjer statsskulden, samtidigt som Riksgälden får en motsvarande fordran på Riksbanken¹². När Riksgälden refinansierar enskilda lån för Riksbankens räkning – lånens löptid är normalt 3-5 år – påverkas budgetsaldot av hur valutakursen förändrats sedan respektive lån togs. Till följd av försvagningen av kronan de senaste åren har Riksbankslånet nominellt ökat till 232 miljarder kronor¹³ 2017. I nationalräkenskaperna räknas Riksbanken inte in i den offentliga sektorn vilket medför att även Maastrichtskulden höjts på grund av Riksbankslånet.

3.3.4 Övriga engångseffekter för statsskulden

Övriga engångseffekter för statsskulden bidrog till att sänka skulden med 110 miljarder kronor sedan 1999. Här ingår **övriga engångseffekter för budgetsaldot**¹⁴ samt **skulddispositioner m. m.**

Övriga engångseffekter för budgetsaldot

Många av de övriga engångseffekterna för budgetsaldot är poster som endast innebär att skuldförändringar flyttas mellan år och därmed jämnas ut över tiden. Det gäller exempelvis tidigareläggningar eller senareläggningar av utgifter över årsskiften. Vissa engångseffekter jämnar ut sig över lång tid, exempelvis utlåning som återbetalas efter flera år. Andra poster har en permanent effekt på skulden – negativ eller positiv. Några större poster som bidragit till att sänka skulden permanent är extra utdelningar på statligt ägda aktier och från Riksbanken. Vissa tillfälliga skatteinbetalningar tas också upp som engångsvisa händelser. De stora extra inbetalningarna till företagens skattekonton de senaste åren ingår också här. De sänker statsskulden¹⁵ tillfälligt men effekten kommer att försvinna när företagen reverserar sina kapitalplaceringar, vilket väntas ske i takt med stigande räntor framöver. Exempel på permanenta poster som höjt skulden är utbetalning av kapitaltillskott till statliga bolag och internationella investeringsbanker.

¹² Riksgälden benämner utlåningen till Riksbanken och utländska stater för vidareutlåning.

¹³ Dessutom har statsskulden ökat med 6 miljarder kronor till följd av realiserade valutakursförluster avseende Riksbankslånet (se Skulddispositioner m.m.)

¹⁴ Engångseffekterna för budgetsaldot redovisas i ESV:s utfallspublikation Tidsserier statsbudgeten. Se www.esv.se, under Officiell statistik. Prognostiserade engångseffekter finns i ESV:s novemberprognos.

¹⁵ Maastrichtskulden påverkas inte av dessa kapitalplaceringar, de tas i den upp som en skuld.

Skulddispositioner m.m.

I begreppet skulddispositioner m.m. ingår poster som påverkar statsskulden men inte via budgetsaldot. Här ingår förändringen av orealiserade valutakursdifferenser på skulden i utländsk valuta och omvärdering av inflationskompensationen för realobligationer. En annan post som redovisas här är förändringen av Riksgäldens förvaltningstillgångar. Det gäller tillgångar som behövs i skuldförvaltningen och tillgångar som tillfälligt placerats när Riksgäldens upplåning inte exakt matchat det statliga lånebehovet, det vill säga budgetsaldot. För perioden är effekten av dessa poster inte så stor eftersom skuldpåverkan ofta tar ut sig mellan år eller jämnas ut över tid. En faktor som höjt skulden under perioden är att Riksgälden ändrat sättet att redovisa skulden vid två tillfällen. Den egentliga skuldsättningen har dock inte förändrats, det är endast statsskuldmåttet som ändrats och närmast sig Maastrichtskuldens definition.

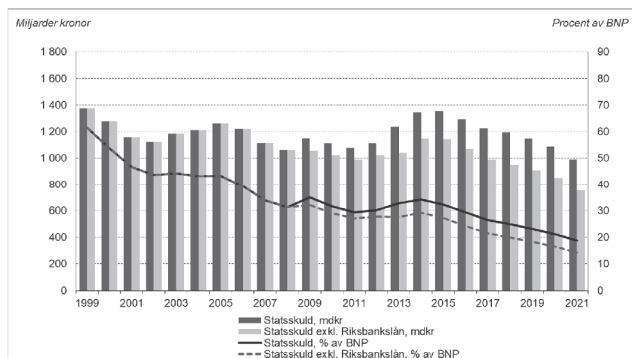
3.4 Statsskulden och Riksbankslånet

Riksbankens lån i Riksgälden påverkar alltså statsskulden markant. År 2017 är statsskulden 232 miljarder kronor¹⁶ högre än den skulle vara utan utlåning till Riksbanken. I procent av BNP uppgår statsskulden 2017, inklusive Riksbankslånet, till 26 procent. Utan Riksbankslånet skulle skuldkvoten vara 21 procent. I diagram 9 visas utvecklingen av statsskulden och statsskulden utan Riksbankslån, i nominella termer och i procent av BNP för perioden 1999–2021. Belopp för 2017–2021 enligt ESV:s novemberprognos 2017.

¹⁶ I nominella termer.

STATSSKULDENS UTVECKLING

Diagram 9 Statsskuld och statsskuld exklusive Riksbankslån 1999–2017



Källa: ESV och Riksgälden

Statsskulden kommer enligt ESV:s prognos att fortsätta sjunka åren framöver¹⁷. Statsskulden exklusive Riksbankslånet prognostiseras i år att sjunka till cirka 950 miljarder kronor eller 20 procent av BNP och nästa år till drygt 900 miljarder kronor eller 18 procent av BNP. År 2021 sjunker skulden till cirka 750 miljarder kronor eller 14 procent av BNP.

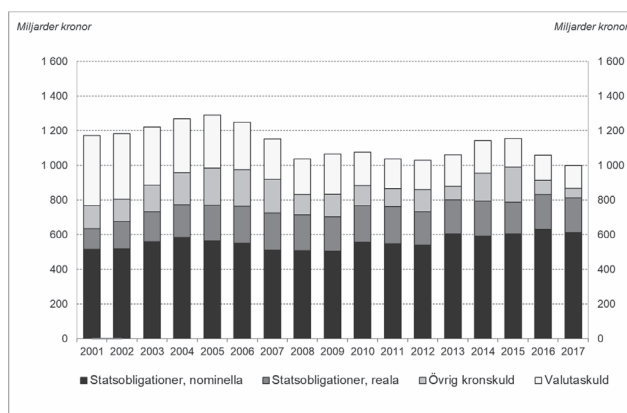
Riksbankens fortsatta lån i Riksgälden utreds för närvarande av Riksbankskommittén som 2019 ska komma med förslag på lagstiftning om på vilka villkor Riksbanken får förstärka valutaservan genom lån av Riksgälden. Även om beslut skulle komma som innebär en minskning eller avveckling av lånen så minskar inte statsskulden direkt. Den kommer att sjunka successivt under en femårsperiod i takt med att Riksgäldens upplåning för Riksbanken förfaller.

¹⁷ ESV:s prognosmetod är att inte räkna med någon finanspolitik utöver den som redan har beslutats eller tydligt aviserats. Det innebär att statsskulden med stor sannolikhet kommer att bli högre än vad prognosen indikerar.

3.5 Finansiering av statskulden¹⁸

I början av millennieskiftet utgjorde valutaskulden över 20 procent av den totala skulden. Sedan dess har en stor del av valutaskulden växlats in och idag utgör den 10 procent. År 2014 fattade regeringen beslut om att valutaskulden helt ska avvecklas. Valutaskulden har till stor del ersatts av finansiering med nominella statsobligationer och realobligationer. Den övriga kronskulden utgörs främst av statsskuldsväxlar. Se vidare i avsnitt 5.3 om likviditeten på statsobligationsmarknaden.

Diagram 10 Statsskulden fördelad på skuldinstrument 2001–2017



Källa: Riksgälden

¹⁸ Avser Riksgäldens publicerade utfall för den okonsoliderade statsskulden med avdrag för vidareutlåning och förvaltningstillgångar.

Skr. 2017/18:104
Bilaga 1

STATSSKULDENS UTVECKLING

4 Regeringens riktlinjeändringar

Regeringen styr statsskuldens förvaltning på övergripande nivå genom årliga beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Till grund för dessa beslut ligger bland annat Riksgäldens förslag till riktlinjer. Detta kapitel innehåller en genomgång av regeringens förändringar i riktlinjerna som genomförts under perioden 2016–2017. Riktlinjerna för åren 2013–2015 har kommenterats i tidigare skrivelser.¹⁹

Som tidigare nämnts är målet för statsskuldförvaltningen att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk. Regeringen hanterar denna avvägning framförallt genom valet av löptid eftersom löptiden påverkar räntekostnaden för skulden. Även statsskuldens sammansättning i termer av skuldslag har betydelse. Genom att skulden fördelas på olika skuldslag med olika riskprofil kan den totala risken sänkas. Regeringen tar också hänsyn till statsskuldens storlek och förväntade utveckling. En låg statsskuld ökar riskutrymmet genom lägre kostnader som i sin tur minskar variationerna i kostnaderna (uttryckt i kronor).²⁰ I undantagsfall kan även den absoluta räntenivån beaktas vid styrningen av statsskuldens förvaltning liksom situationen på lånemarknaderna och den svenska kronans växelkurs.²¹

4.1 Förändringar i statsskuldens löptid 2016–2017

I förslaget till riktlinjer för statsskuldens förvaltning för 2016 föreslog Riksgälden att löptiden för den nominella kronskulden med upp till tolv år till förfall respektive valutaskulden skulle förlängas. Regeringen beslutade i enlighet med Riksgäldens förslag. Löptiden för den nominella kronskulden förlängdes från 2,6–3,1 år till 2,6–3,6 år (mätt som duration).²² Det innebär att mitten av styrintervallet förlängdes med tre månader. Intervallet blev också 0,5 år bredare. Valutaskuldens löptid förlängdes genom att det tidigare löptidsriktvärdet på 0,125 år ersattes med ett styrintervall på 0–1 år. Även i riktlinjebeslutet för 2017 förlängdes löptiden för den nominella kronskulden från 2,6–3,6 till 2,9–3,9 år efter förslag från Riksgälden. Således behölls bredden i intervallet medan löptiden förlängdes med 0,3 år.

För instrument i nominella kronor med mer än 12 år kvar till förfall förblev styrningen oförändrad under 2016 och 2017 med ett långsiktigt riktvärde för den utestående volymen på 70 miljarder kronor. Även styrningen av den reala kronskulden har varit oförändrad under 2016 och 2017 med en löptid mellan 6–9 år.

¹⁹ Skr 2015/16:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015.

²⁰ Prop. 2017/18:1 Utgiftsområde 26 s 17–18.

²¹ Regeringskansliet (2016) Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2017.

²² Duration är ett sätt att mäta en obligations genomsnittliga räntebindningstid. Duration är också ett vanligt riskmått för en obligation. Duration är det mest använda måttet avseende ränterisk och anger vad som händer när alla marknadsräntor förändras lika mycket.

Även om 2018 inte ingår i denna utvärdering kan det vara värt att notera att regeringen i riktlinjerna för 2018 beslutat att införa ett gemensamt löptidsmål (intervall) för hela den nominella kronskulden. Som en följd av att de långa obligationerna inkluderas i löptidsstyrningen höjs styrintervall från 2,9–3,9 till 4,0–5,2 år. Utöver den tekniska höjningen (till följd av att långa obligationer inkluderas i löptidsstyrningen) ingår en faktisk löptidshöjning med 0,3 år.²³

Hur löptiderna för samtliga skuldslag har förändrats sedan 2013 framgår av tabell 2 nedan. Löptiden för den nominella kronskulden har ändrats varje år sedan 2014 och under 2015 ändrades löptiden två gånger. Till följd av den kraftiga räntenedgången kring årsskiftet 2014/2015 steg durationen och löptiden höjdes med 0,3 år genom ett extra regeringsbeslut i mars 2015.²⁴ Utan denna höjning hade löptiden hamnat utanför det angivna intervallet.

Tabell 2 Riktlinjer för löptider i statsskulden 2013–2017

	Genomsnittlig räntebindningstid		Duration			
	2013	2014	2015	2015 rev	2016	2017
Real kronskuld	25%	25%	20%	20%	20%	20%
Löptid i år	7,0-10,0	7,0-10,0	6,0-9,0	6,0-9,0	6,0-9,0	6,0-9,0
Nominell kronskuld < 12 år						
Löptid i år	2,7-3,2	2,7-3,2	2,3-2,8	2,6-3,1	2,6-3,6	2,9-3,9
Duration i år	2,95	2,85	2,55	2,85	3,1	3,4
Förändring i år	0	-0,1	-0,3	0,3	0,3	0,3
Nominell kronskuld > 12 år	70 mdkr	70 mdkr	70 mdkr	70 mdkr	70 mdkr	70 mdkr
			Riktvärde 20 mdkr, max 30 mdkr per år	Riktvärde 20 mdkr, max 30 mdkr per år	Riktvärde 20 mdkr, max 30 mdkr per år	Riktvärde 20 mdkr, max 30 mdkr per år
Valutaskuld	15%	15%				
Löptid i år	0,125	0,125	0,125	0,125	0-1	0-1
Duration i månader	1,5	1,5	1,5	1,5	6	6
Förändring i månader	0	0	0	0	4,5	0

Källa: Regeringen

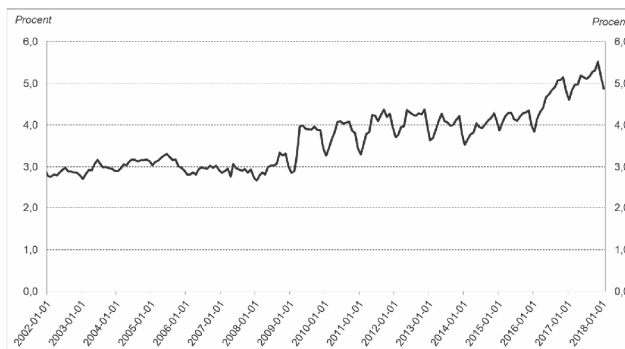
Anm. Skuggade rutor innebär att det skett en förändring från föregående år.

Durationen i den nominella kronskulden har ökat stegvis mellan 2001 och 2017, se diagram 11 nedan. Från att ha legat på runt 3 år före finanskrisen har durationen successivt ökat till cirka fem år från och med mitten på 2016.

²³ Regeringskansliet (2017) Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2018.

²⁴ Riksgäldens styrelse föreslog den 18 februari 2015 att löptidsintervallet skulle höjas med 0,3 år. Den 12 mars 2015 beslutade regeringen i enlighet med Riksgäldens förslag. Genom höjningen återställdes styrningen till samma risknivå som i riktlinjebeslutet för 2015.

Diagram 11 Durationen i nominell kronsskuld 2001–2017



Källa: Riksgälden

Anm. Statistiken avser uppräknat belopp till aktuell valutakurs inklusive förvaltningsstillgångar, år.

4.1.1 Bakgrunden till förlängda löptider

Det har normalt varit billigare att låna på korta löptider än på långa eftersom korta räntor historiskt varit lägre än långa räntor. Samtidigt innebär en kortare löptid att skulden sätts om oftare vilket medför att en ränteuppgång får ett snabbare genomslag på räntekostnaderna. Att korta räntor varit lägre än långa räntor beror på förekomsten av så kallade *positiva löptidspremier*. Det finns flera sätt att definiera en löptidspremie. En definition är att den långa räntan är ett genomsnitt av förväntade korta räntor plus en löptidspremie.²⁵

Inför riktlinjebesluten för 2016 och 2017 analyserade Riksgälden hur statsskuldens löptid påverkar den förväntade kostnaden för statens upplåning bland annat genom skattningar av löptidspremiens storlek på den svenska marknaden.²⁶ Skattningarna visade att svenska löptidspremier hade fallit och föreföll ligga nära noll, se diagram 12 nedan. Riksgälden angav flera möjliga orsaker, bland annat lägre inflationsförväntningar, till de lägre löptidspremierna på den svenska och de internationella obligationsmarknaderna. Riksgälden nämner även det faktum att efterfrågan på förhållandevis säkra placeringar brukar öka i oroliga tider. Vidare har flera centralbanker, bland annat den svenska, köpt stora mängder statsobligationer i syfte

²⁵ För en mer utvecklad beskrivning av löptidspremier se Riksgälden (2015) Statsskuldens löptid.

²⁶ Riksgälden (2015) Statsskuldens förvaltning, Förslag till riktlinjer 2016–2019 samt Riksgälden (2015) Statsskuldens löptid.

att få ner långa obligationsräntor.²⁷ Riksgälden tar också upp att nya regleringar kan ha påverkat löptidspremien. Till exempel måste försäkringsbolagen numera matcha sina långa åtaganden genom att investera mer i tillgångar med lång löptid vilket kan pressa ner de långa räntorna.²⁸ Som en sista förklaring anger Riksgälden att andelen hushåll med rörliga räntor har ökat över tid vilket kan innebära att bankerna efterfrågar mer kortsiktig finansiering vilket i sin tur påverkar löptidspremiens storlek. Utifrån resultaten i analysen konstaterade Riksgälden att kostnadsfördelen med kortfristig upplåning hade minskat vilket motiverade en förlängning i statsskuldens löptid. Samtidigt konstaterade Riksgälden att förlängningen borde ske i små steg eftersom en kraftig förlängning av statsskuden skulle kunna medföra att utbuds- och efterfrågebalansen på marknaden rubbades och fick långa räntor att stiga.

Även regeringen har motiverat sina beslut att förlänga löptiderna med att kostnadsfördelen med kort upplåning är mindre än tidigare.²⁹

Diagram 12 Svensk tioårig swappränta och löptidspremie



Källa: Riksgälden

²⁷ Enligt Riksgälden visar studier av interventionerna i Storbritannien och USA att åtgärderna ledde till att löptidspremierna sjönk.

²⁸ Riksgälden skriver dock att utformningen av regleringarna i Sveriges inte nödvändigtvis stärkt incitamenten för försäkringsbolagen att hålla långa statsobligationer.

²⁹ Skr 2015/16:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015 samt Prop. 2017/18:1 Utgiftsområde 26.

4.1.2 Bredare löptidsintervall

Som framgår ovan innebär riktlinjebeslutet för 2016 inte bara en förlängning av statsskuldens löptid utan även en breddning av löptidsintervallet för den nominella kronskulden samt införandet av ett styrintervall för valutaskulden.

Fram till och med riktlinjerna för 2010 styrdes löptiden för samtliga skuldslag genom exakta riktvärden. I riktlinjerna för 2011 infördes ett löptidsintervall för den reala kronskulden och från och med riktlinjerna för 2012 styrs även den nominella kronskulden med upp till tolv år till förfall med hjälp av ett löptidsintervall.³⁰ I och med att regeringen i riktlinjerna för 2016 beslutade att även valutaskulden ska styras med ett intervall styrs numera samtliga skuldslag med intervall.

Enligt Riksgälden ger ett intervall större möjlighet att anpassa upplåningen utan att behöva ändra riktlinjerna om lånebehovet visar sig avvika från prognosen eller om förutsättningarna på till exempel swappmarknaden förändras. Vidare lyfter Riksgälden fram att skälen för att styra skulden inom ett snävt intervall har minskat eftersom upplåningskostnaderna i mindre grad beror på löptiden. Det som bör bestämma styrintervallen är istället hur upplåningen i skuldslagen bör se ut för att främja en likvid och i övrigt väl fungerande marknad. Genom ett bredare intervall minskar också risken att behöva genomföra åtgärder vid ogynnsamma tillfällen. Riksgälden betonar att intervallen i riktlinjerna ska ses som intervall för låneplaneringen och inte som avvikelseintervall för de faktiska utfallen.³¹ Bestämmelsen (punkt 19) i riktlinjerna om att temporära avvikelser från intervallen får förekomma understödjer detta resonemang.

Behovet av bredare löptidsintervall hänger också samman med införandet av löptidsmättet duration i riktlinjerna för 2015. Tidigare använde Riksgälden måttet genomsnittlig räntebindningstid för att mäta löptiden. Eftersom durationsmättet påverkas av ränterörelser ger ett bredare intervall Riksgälden bättre möjligheter att parera durationsförändringar till följd av ränterörelser. Som tidigare nämnts innebär exempelvis den kraftiga räntenedgången i början av 2015 att Riksgälden fick lämna in en särskild skrivelse till regeringen med förslag om att förlänga löptiden för den nominella kronskulden. Utan en förlängning hade löptiden hamnat utanför det angivna intervallet.

Liksom Riksgälden understryker regeringen att avsikten med de bredare intervallen är inte att anpassa statsskuldens löptid på bedömningar av framtida räntor. Den typen av marknadspositionering görs alltid utanför den reguljära statsskuldsköperförvaltningen i

³⁰ Från och med riktlinjerna 2018 styrs hela den nominella kronskulden med ett gemensamt löptidsintervall på 4,0–5,2 år. Till och med 2017 styrdes dock den nominella kronskulden med en löptid längre än 12 år med ett långsiktigt riktvärde för den utestående volymen på 70 miljarder kronor.

³¹ Riksgälden (2015) Statsskuldens förvaltning, Förslag till riktlinjer 2016–2019.

enlighet med bestämmelserna om Riksgäldens positionstagning (se punkt 30-32 i riktlinjerna).

I och med att regeringen beslutade att löptiden för samtliga skuldslag ska styras med hjälp av intervall kunde också kravet att Riksgälden ska fastställa avvikelsetervall för löptidsriktvärdena (punkt 10 i riktlinjerna) tas bort i riktlinjebeslutet för 2016.

4.1.3 Användningen av ränteswappar

Som tidigare nämnts har det normalt varit billigare att låna på kortare löptider än på längre. För att förkorta löptiden på statsskulden har Riksgälden använt sig av ränteswappar och därmed kunnat styra skuldens exponering utan att öka refinansieringsrisken. På motsvarande sätt har Riksgälden vid förlängningar av löptiden minskat användandet av ränteswappar. Riksgälden skriver att det visserligen finns ett nära samspel mellan räntorna på swappmarknaden och marknaden för statsobligationer. Det finns inget enkelt sätt att mäta hur marknaden för ränteswappar fungerar. Riksgälden gör dock bedömningen att en minskad användning av ränteswappar inte kommer att få någon större effekt på marknaden. På de utländska marknaderna är Riksgälden en liten aktör varför det är helt oproblematiskt att förlänga valutaskulden.³² Det kan också vara värt att nämna att Riksbanken i sitt yttrande över Riksgäldens förslag till riktlinjer för statsskuldsvärdningen för 2016 ville att det skulle förtydligas att förlängningen av kronskulden uteslutande skulle ske med hjälp av en minskad användning av ränteswappar.

4.1.4 ESV:s kommentarer

I utvärderingen av statsskuldsvärdningen från 2016 skrev ESV att "Återgången till duration som löptidsmått innebär att regeringen måste vara beredd att antingen styra Riksgälden genom ett större löptidsintervall eller att ändra riktlinjerna då det sker kraftiga förändringar i marknadsräntorna."³³ ESV konstaterade att regeringen tog ett steg i den riktningen när den förlängde intervallet för den nominella kronskuldens löptid från 2,6–3,1 år till 2,6–3,6 år i 2016 års riktlinjer. Ytterligare ett steg togs i riktlinjebeslutet för 2018 när regeringen beslutade att införa ett gemensamt löptidsmål (intervall) för hela den nominella kronskulden och höja styrintervall från 2,9–3,9 till 4,0–5,2 år.

ESV kan konstatera att regeringen har valt att förlänga löptiden stegvis. Sedan 2015 har regeringen förlängt löptiden för den nominella kronskulden varje år. Av tabell 3 framgår att de faktiska utfallen genomgående har legat nära den övre gränsen i styrintervall.

³² Riksgälden (2018) Underlag för utvärdering, Statsskuldens förvaltning 2017.

³³ Ekonomistyrningsverket (2016) Utvärdering av statens upplåning och skuldsvärdning 2011–2015.

Att statsskuldens löptid har förlängts framstår som väl avvägt mot bakgrund av fallande löptidspremier och ligger även i linje med utvecklingen i andra länder. Ett alternativ till de årliga höjningarna hade varit att ge Riksgälden ett något större löptidsintervall tidigare. Ett större intervall hade ökat flexibiliteten. Visserligen finns det en risk om intervallen blir för breda att det kan uppfattas som att Riksgälden ges möjlighet att ta positioner på marknadsräntan genom att justera löptiden. Enligt Riksgälden skulle det kunna skada förtroendet för Riksgälden som emittent. Även regeringen skriver i sitt riktlinjebeslut för 2016 att förlängningen av löptiden ska ske i små steg eftersom en kraftig förlängning skulle kunna innebära att utbuds- och efterfrågebalansen rubbas på ett sätt som får långa räntor att stiga. Regeringen skriver också att det finns en osäkerhet kring hur bestående nedgången i riskpremien kommer att vara.³⁴

ESV kan konstatera att de faktiska utfallen för den nominella kronskulden har legat nära den övre gränsen av styrintervall under flera år samt att regeringen kontinuerligt höjt löptiden, se tabell 3. Frågan är därför om inte ett något bredare intervall tidigare, utöver att skapa mer flexibilitet, också hade varit mer transparent och förutsägbart jämfört med den gradvisa anpassning av löptiden som nu skett.

Tabell 3 Riktlinjer för löptid samt utfall för nominell kronskuld 2015–2018

	2015	2015 rev	2016	2017	2018
Nominell kronskuld < 12 år					
Löptid i år	2,3-2,8	2,6-3,1	2,6-3,6	2,9-3,9	4,0-5,2
Utfall	2,8		3,4	3,8	-

Källa: Riksgälden

4.2 Statsskuldens sammansättning förändras inte

I syfte att minska risken i statsskulden är skulden fördelad på olika skuldslag. Regeringen har inte sett några skäl att ändra styrningen av statsskuldens sammansättning i riktlinjerna för 2016 och 2017.

Senast någon ändring gjordes i sammansättningen av statsskulden var i riktlinjebeslutet för 2015 då styrningen av valutaandelen i statsskulden ändrades. Istället för att styra mot en andel på 15 procent beslutades att valutaexponeringen ska minska med maximalt 30 miljarder kronor per år (se tabell 2). Av motivtexterna framgår att minskningen ska planeras till 20 miljarder kronor per år.³⁵ Minskningen av valutaexponeringen motiverades med att det inte finns tillräckligt stöd för att den ger lägre

³⁴ Regeringskansliet (2016) Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016.

³⁵ Att Riksgälden därmed gavs en viss operativ flexibilitet ska enligt regeringen inte tolkas som ett mandat att variera minskningstakten baserat på en uppfattning om kronans växelkurs. För sådana taktiska överväganden finns positionsmandatet i kronans växelkurs på 7,5 miljarder kronor.

förväntade kostnader för staten. En mindre valutaskuld minskar valutarisken och därmed den förväntade variationen i räntekostnaderna. Slutsatsen var ett resultat av ett flerårigt analysarbete på Riksgälden av valutaexponeringen i den strategiska skuldportföljen. Uppdraget var formulerat så att Riksgälden skulle analysera hur stora andelarna i de olika skuldslagen bör vara vid en betydligt högre respektive lägre statsskuld samt hur löptiden bör hanteras i dessa fall. (Se vidare under avsnitt 4.3.1 Styrningen av valutaskulden).

Även andelen real kronskuld justerades i riktlinjerna för 2015 på grund av nya beräkningsprinciper för statsskuldens andelar. Den reala kronskulden ska sedan 2015 långsiktigt styras mot 20 procent av statsskulden. Statsskuldens resterande andel ska utgöras av nominell kronskuld.³⁶

4.2.1 Särskilt om andelen real kronskuld

Som framgår ovan ska den reala kronskulden långsiktigt vara 20 procent av statsskulden. I Riksgäldens förslag till riktlinjer för 2017 analyserade Riksgälden om det fanns anledning att ändra styrningen av den reala kronskulden från en fast andel till ett nominellt belopp, delvis mot bakgrund av att även valutaexponeringen numera styrs i termer av absoluta belopp.³⁷ Med nuvarande styrning beror realskuldens andel i stor utsträckning på hur den totala statsskulden utvecklas och det är svårt att uppnå riktvärdet på kort sikt utan att kostnaden blir för hög. En övergång till ett riktmärke i form av ett nominellt belopp skulle dock innebära en svagare styrning och minskad transparens eftersom styrintervall skulle behöva bli relativt stort.³⁸ Riksgälden menade också att en statisk målnivå skulle minska flexibiliteten i låneplaneringen om exempelvis lånebehovet minskar mycket. I ett sådant läge skulle upplåningen i realobligationer kunna tränga undan upplåningen i statsobligationer.

Regeringen delade Riksgäldens slutsats att fördelarna med nuvarande styrmodell överväger fördelarna med att styra realskulden mot en absolut nivå i nominella termer. Regeringen betonade vikten av att Riksgälden tydligt redovisar skälen för avvikelser från målandelen både för historiska utfall och för kommande år.³⁹

ESV anser att beslutet att behålla styrningen mot en andel av skulden framstår som väl avvägt. En annan fråga är om andelen på 20 procent är den rätta eller om den borde minska på sikt. Flera skäl talar för det. Bland annat är lånebehovet idag väldigt litet, och förväntas minska framöver. I Riksgäldens senaste prognos från februari 2018 minskar upplåningen i statsobligationer för femte gången på två år. Det minskade lånebehovet gör att Riksgälden måste dra ner emissionsvolymen i

³⁶ Regeringskansliet (2014) Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2015.

³⁷ Riksgälden (2016) Statsskuldens förvaltning, Förslag till riktlinjer 2017–2020.

³⁸ Relativt stora intervall krävs för att Riksgälden inte ska behöva bryta mot riktlinjerna när exempelvis en realobligation förfaller.

³⁹ Regeringskansliet (2016) Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2017.

statsobligationer från 2 till 1,5 miljarder kronor, en historiskt låg nivå.⁴⁰ Det tål dock att påpekas att en minskad skuld på sikt förutsätter att överskottsmålet för de offentliga finanserna efterlevs. En annan aspekt som talar för en lägre andel real skuld är att inflationsförväntningarna förefaller ha gått ner vilket innebär att kostnadsfördelen för reala obligationer har sjunkit över tid.⁴¹ En utveckling där kostnaden för den reala skulden ökar relativt den nominella skulden kan tala för att minska andelen real skuld. Även det faktum att likviditeten i nominella statsobligationer har sjunkit talar för att öka andelen nominell kronskuld, se avsnitt 5.4 nedan. Samtidigt kan ESV konstatera att upplåningen i realobligationer redan är låg. Emissionsvolymen för 2018 är 500 miljoner kronor per auktion vilket motsvarar 9 miljarder kronor i årstakt.⁴²

⁴⁰ Riksgälden (2018) Statsupplåning, Prognos och analys 2018:1.

⁴¹ När inflationsförväntningarna var högre kunde investerare inflationssäkra sig genom att köpa reala statsobligationer. Riksgälden tog då på sig inflationsrisken men fick å andra sidan mer betalt för de reala obligationerna.

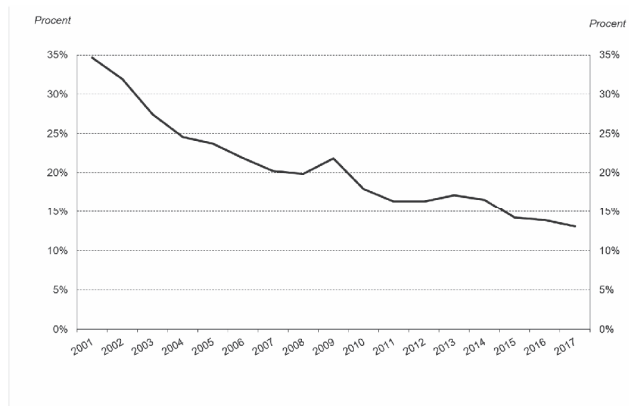
⁴² Riksgälden (2018) Statsupplåning, Prognos och analys 2018:1.

4.3 Valutaskulden

4.3.1 Styrningen av valutaskulden

I slutet av 2017 uppgick valutaskulden, exklusive vidareutlåningen, till 130 miljarder kronor eller ungefär 13 procent av den totala statsskulden. Valutaskulden var som störst 1996 då den uppgick till cirka 400 miljarder kronor eller 29 procent av statsskulden. Som andel av statsskulden var den däremot högst 2001 då den uppgick till 35 procent. Sedan 2001 har andelen valutaskuld med undantag för 2009 och 2013 minskat varje år, se diagram 13.

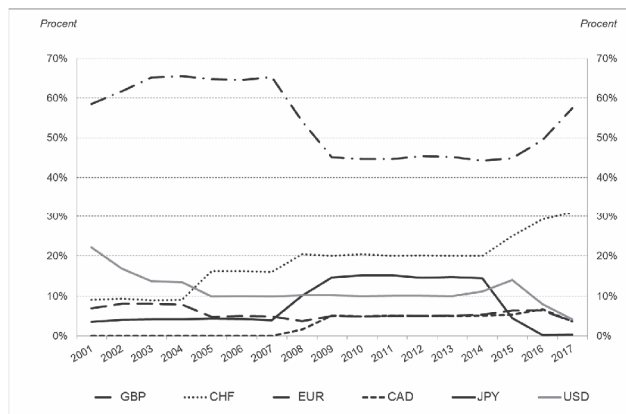
Diagram 13 Andelen valutaskuld av totala statsskulden



Källa: Riksgälden

Fördelningen av valutaskulden på olika valutor under åren 2009–2017 framgår av diagram 14. Under hela perioden har euron varit den dominerande valutan följt av CHF (schweizerfranc).

Diagram 14 Valutornas andel av valutaskulden 2009–2017



Källa: Riksgälden

Sedan regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning infördes 1999 har styrningen av valutaskulden ändrats vid ett flertal tillfällen. Fram till 2006 var inriktningen att valutaskulden skulle minska. Varje år fastställde regeringen ett amorteringsbelopp, som varierade mellan 15 och 40 miljarder kronor. I riktlinjerna fanns även en ventil som innebar att Riksgälden kunde avvika från amorteringsbeloppet med +/- 15 miljarder kronor, vilket gav Riksgälden en möjlighet att helt avstå från amortering eller att dubblera den.

År 2006 fattade regeringen beslut om en ny riktlinje för valutaskulden vilken innebar att den på sikt skulle ned till 15 procent av den totala skulden. I de följande årens riktlinjebeslut varierar amorteringsbeloppet men avvikelsetintervallet är detsamma, det vill säga +/- 15 miljarder kronor.

År 2008 sålde regeringen Vin & Sprit AB för 55 miljarder kronor. Försäljningen innebar att andelen valutaskuld närmade sig 15 procent. Regeringen beslutade då att ändra i riktlinjerna och införde en andelsstyrning om 15 procent med ett styrintervall om +/- 2 procentenheter. Samtidigt infördes en möjlighet för Riksgälden att ta positioner i svenska kronor gentemot andra valutor på maximalt 15 miljarder kronor, det vill säga samma belopp som det tidigare avvikelsemandatet för amorteringar.

Den snabba kronförsämringen under 2009 innebar att regeringen på Riksgäldens förslag beslöt att utöka positionen till maximalt 50 miljarder kronor. Efter beslutet byggde Riksgälden upp en position gentemot Euro, vilket innebar att valutaskulden tillfälligt blev högre. Positionen avvecklades under 2010 med en beräknad kostnadsminskning om 8 miljarder kronor.

Under 2010 fick Riksgälden bland annat i uppdrag att med utgångspunkt från en betydligt högre respektive lägre statsskuld analysera hur stora andelarna av de olika skuldslagen bör vara samt analysera hur löptiden bör hanteras i dessa fall.

Uppdraget om de olika skuldslagens andelar gavs mot bakgrund av det finanspolitiska ramverket och överskotts målet att den offentliga sektorns finansiella sparande ska uppgå till 1 procent av BNP över en konjunkturykel. Ett sådant överskott skulle på medellång sikt markant minska statsskulden. Riksgälden avrapporterade uppdraget i sina förslag till riktlinjer för åren 2011 och 2013 med en fördjupad analys av valutaskuldens andel i riktlinjerna för 2014 och 2015.

I förslag till riktlinjer för 2015 avslutar Riksgälden sin analys av valutaexponeringen. Slutsatsen var att det inte finns tillräckligt stöd för att valutaexponeringen medför en förväntad kostnadsbesparing med beaktande av att variationen i kostnaden och därmed risken ökar. Det finns därför inte skäl att ha en valutaexponering i den strategiska portföljen och Riksgäldens förslag är därför att gradvis avveckla valutaexponeringen i statsskulden. Riksgäldens förslag är en styrning där valutaexponeringen ska minska i termer av ett belopp i svenska kronor. Förslaget är att valutaexponeringen de kommande åren minskas med högst 30 miljarder kronor per år.

Inför 2015 beslutade regeringen att inriktningen för valutaskulden skulle ändras så att valutaexponeringen i statsskulden gradvis skulle minska under de kommande åren. Minskningen skulle som högst uppgå till 30 miljarder kronor men med inriktning om en årlig minskningstakt om 20 miljarder kronor. I riktlinjebeslutet framgår också att möjligheten för Riksgälden att beakta förväntningar om kronans utveckling i syfte att sänka kostnaden för statsskulden ska göras inom ramen för tilldelat positionsmandat och inte genom att öka eller att sänka amorteringstakten.

Regeringen anslöt sig därmed till Riksgäldens förslag att valutaskulden ska avvecklas. Vid årsskiftet 2015 uppgick valutaskulden till 190 miljarder kronor. Med en minskningstakt om 20 miljarder kronor per år innebär det att valutaskulden är avvecklad inom en tioårsperiod.

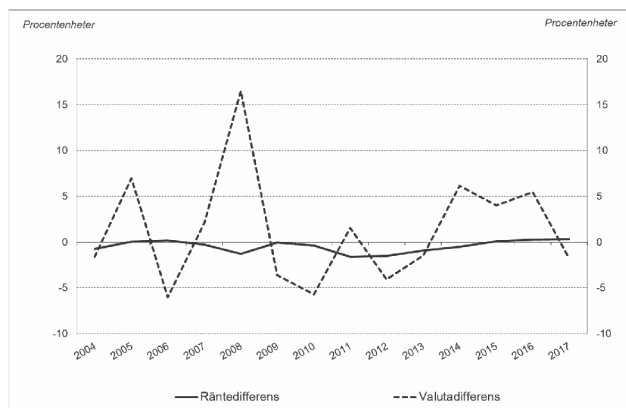
4.3.2 ESV:s kommentarer

Hur valutaskulden ska hanteras omfattar enligt ESV tre frågeställningar:

- Ska valutaskulden avvecklas eller behållas?
- Hur ska valutaskulden avvecklas?
- När ska valutaskulden börja avvecklas?

För att valutaupplåningen ska sänka kostnaden för statsskuldshöjningen måste de utländska räntorna vara lägre än de svenska samtidigt som kronan inte ska försvagas i motsvarande mån. Om detta förhållande inte är uppfyllt så kan (den förväntade) kostnaden för statsskuldshöjningen sänkas genom att minska valutaandelen.⁴³ I 2013 års utvärdering konstaterade ESV att valutärörelser är den viktigaste faktorn för hur lönsamt det är att låna i utländsk valuta. ESV kunde konstatera att under den senaste tioårsperioden hade utländska korta räntor i genomsnitt varit 2/3 procentenheter lägre än svenska vilket gett en kostnadsfördel för lån i utländsk valuta. Valutärörelser gav å andra sidan i genomsnitt ett negativt bidrag på 1/2 procentenhet under samma period.

Diagram 15 Räntedifferens och valutadifferens 2004–2017



Källa: Riksbanken

⁴³ Valutaån i CHF är ett exempel där valutärörelsen har påverkat mer negativt än vad räntedifferensen har påverkat positivt. År 2005 ökade Riksgälden andelen CHF i valutaskulden från 9 procent till 16 procent. Under perioden 2006–2017 uppgick den totala räntedifferensen till -13 procentenheter medan valutärörelser gav ett negativt bidrag med 40 procentenheter.

Om man utvidgar tidsperioden till att även omfatta de senaste fyra åren har det genomsnittliga positiva bidraget från ränteskillnader minskat till 0,45 procentenheter. Valutarörelserna har dock ökat vilket gjort att det genomsnittliga negativa bidraget ökat till 1,3 procentenheter. Sammantaget innebär detta att valutaupplåningen istället för att sänka kostnaden har ökat kostnaden för förvaltningen av statsskulden.

Avvecklingen

Det andra beslutet handlar om hur avvecklingen ska ske, det vill säga vilka valutaskulder ska avvecklas. Medan det är regeringen som fastställer riktlinjerna för valutaskulden så ligger ansvaret för valutariktmärket hos Riksgäldens styrelse. Valutafördelningen styrs genom att styrelsen varje år anger hur exponeringen i de olika valutorna ska utvecklas under året. Inför 2015 fattade styrelsen beslut om att minska exponeringen i japanska JPY (japanska yen) medan exponeringen i övriga valutor skulle vara oförändrad. Valet av JPY motiverades framför allt med att kronan inför beslutet var starkare än det historiska genomsnittet och att JPY är den valuta som bidrar med mest risk.

Inför beslutet i vilken valuta som valutaskulden skulle minska menade Riksgälden att det är riskminimering som ska ligga till grund för beslut men att man även måste beakta om någon valuta är väsentligt felvärderad. En modellerad analys av räntedifferenser resulterade i att JPY var billig medan CHF (schweizerfranc) var dyr. Övriga valutor föreföll rimligt värderade.

Inför 2016 beslutade styrelsen att den fortsatta minskningen av skulden skulle ske i JPY och i USD (amerikanska dollar). Motivet var framför allt riskminimering. I underlaget till styrelsen nämns dock att det finns en risk att de valda valutorna blir betydligt dyrare under 2016. Enligt Riksgälden ska emellertid kortsiktig marknadspositionering ske utanför den reguljära skuldförvaltningen.

Tabell 4 Förändring av valutariktmärket 2015–2017. Exponeringen mäts som nominellt belopp uttryckt i respektive valuta. Belopp i miljoner enheter

	Utgående skuld 2014		Minskning i antal enheter		
	Mdkr	Enheter	2015	2016	2017
CAD	10	1 440	0	0	-720
CHF	38	4 840	0	0	0
EUR	84	8 880		0	-525
GBP	10	830	0	0	-400
JPY	27	419 500	-317 700	-101 800	0
USD	21	2 700	0	-1 460	-600

Källa: Riksgälden

Inför beslutet avseende vilka valutor som skulle minska skulden 2017 fick styrelsen två förslag. Det ena förslaget utgick från en kostnadsminimering medan det andra baserades på riskminimering. I förslaget om kostnadsminimering ingick EUR (euro) och CAD (kanadensiska dollar) medan förslaget om riskminimering baserades på GBP (brittiska pund) och USD. Styrelsen kunde även välja en kombination av alternativen vilket också var det beslut som styrelsen fattade.

Som en del i underlaget till beslutet samlade Riksgälden in växelkursprognoser från över 50 marknadsaktörer. Det är endast Euro och USD som prognostiseras mot svenska kronan medan prognosen för övriga valutor görs mot Euron. När man jämför prognosen mot det faktiska utfallet är avvikelserna för flera valutor stor. I tabell 5 framgår valutaförändringen mellan 2016 och 2017 enligt prognosen från marknadsaktörerna och utfallet. (Ett positivt tal innebär att marknaden förväntar sig en förstärkning av kronan och vice versa).

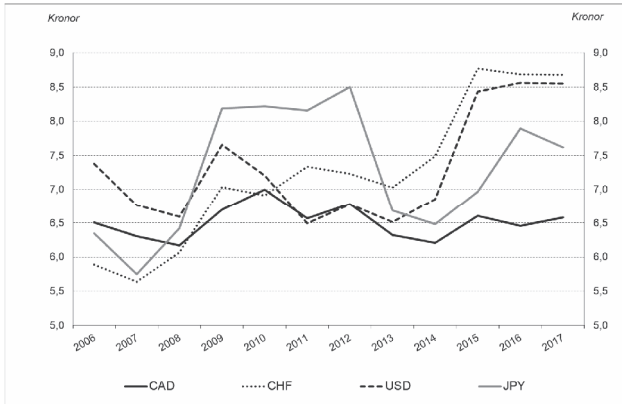
Tabell 5 Valutaförändringar mellan 2016 och 2017 enligt prognos och enligt utfall

2016-2017	CAD	CHF	EUR	GBP	JPY	USD
Utfall	-1,9%	0,1%	-1,8%	5,3%	3,6%	0,1%
Prognos	6,1%	11,7%	8,5%	9,5%		10,9%

Källa: Riksbanken och Riksgälden

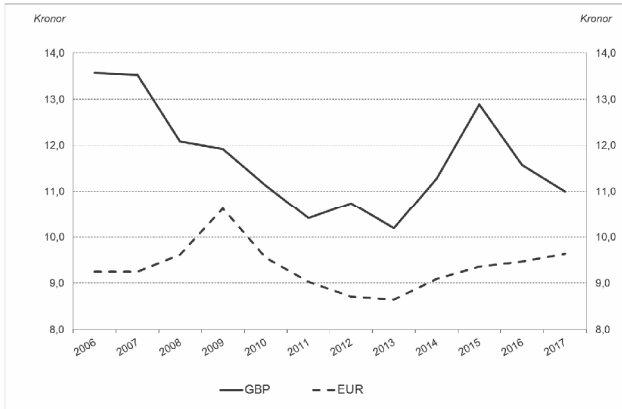
Av diagram 16 och 17 framgår valutakurserna för de valutor som finns i valutaskulden.

Diagram 16 Valutakurser för valutor som ingår i valutaskulden



Källa: Riksbanken

Diagram 17 Valutakurser för valutor som ingår i valutaskulden, årsgenomsnitt



Källa: Riksbanken

Riksgäldens motiv för att välja vilken valuta valutaskulden ska växlas in i har varierat. De två första åren var det framför allt riskminimering som var motivet även om japanska yenen ansågs vara billig inför 2015. Inför minskningen 2017 var det en kompromiss mellan riskminimering och kostnadsminimering.

Med tanke på svårigheterna att prognosticera valutakurser skulle en alternativ strategi vara att utgå från de olika valutornas andel av valutaskulden. Det skulle innebära att inväxling gjordes i proportion till respektive valutas andel av valutaskulden.

Tabell 6 visar hur statsskulden skulle ha sett ut efter inväxling utifrån de val som Riksgälden har gjort respektive en inväxling baserad på de olika valutornas andel i valutaskulden.

Tabell 6 Valutaskuldens utveckling 2015–2017 utifrån olika inväxlingsalternativ

	Skuld	Skuld	RGK:s val		Andelsval	
	i mdkr	antal	Antal	Antal	Antal	Antal
		enheter	inväxlat	kvar	inväxlat	kvar
CAD	10	1 440	-720	720	-481	959
CHF	38	4 840	0	4 840	-1 424	3 416
EUR	84	8 880	-525	8 355	-2 889	5 991
GBP	10	830	-400	430	-277	553
JPY	27	419 500	-419 500	0	-119 528	299 972
USD	21	2 700	-2 060	640	-889	1 811
Skuld 2014 mdkr	189					
Skuld i mdkr efter inväxling			138		137	

Källa: Riksgälden, Riksbanken och egna beräkningar

Som framgår av tabellen är utfallen vad gäller kostnaden tämligen lika, sett till den utgående valutaskulden i slutet av 2017. Men vilken inväxlingsmetod, som är mest kostnadseffektiv, vet vi först när valutaskulden är avvecklad.

Av tabellen framgår att den utgående skulden 2014 var 189 miljarder kronor. Efter att Riksgälden växlat in totalt 62 miljarder kronor borde den utgående skulden 2017 vara 127 miljarder kronor. Kronförsvagningen har dock inneburit att skulden är drygt 10 miljarder kronor högre.

Tidpunkten för avvecklingen

Även om kronan varierar över tid kan tidpunkten när avvecklingen inleds ha betydelse för det slutliga resultatet. Under en period om tio år är en rimlig utgångspunkt att kronkursen mot andra valutor kommer ligga både över och under någon form av normalläge. Normalläget beror givetvis på vilken tidsperiod man

måter men med start 1991 är årsmedelvärdet för KIX-indexet 113, med start 1997 är årsmedelvärdet 112 och med start 2005 är årsmedelvärdet 111. Med början i april 2009 skedde en rejäl förstärkning av kronan mätt med KIX-index. Under 2010 fortsatte kronan att stärkas bland annat till följd av att Riksbanken höjde reporäntan medan ECB:s styrränta låg kvar på en mycket låg nivå. Av valutorna i valutaskulden stärktes dock inte kronan mot JPY och CHF. Förstärkningen var störst under 2013 men under 2014 började kronan försvagas. Försvagningen fick draghjälp av penningpolitiken när reporäntan på ett år gick från 0,75 till -0,1 procent i början av 2015. Under 2015 fortsatte Riksbanken att sänka reporäntan samtidigt som banken påbörjade köp av statsobligationer. Årsgenomsnittet för KIX-index 2013 var 103 medan det var 113 det år när valutaavvecklingen påbörjades. Avvecklingen av valutaskulden påbörjas alltså samtidigt som Riksbanken vidtar åtgärder för att påverka kronan i syfte att få upp inflationen. Med tanke på valutaskuldens storlek och den avvecklingstakt som är beslutad behövs en relativt kort tid för att avveckla valutaskulden. Sett i det perspektivet hade en avveckling av valutaskulden i ett mer normalt penningpolitiskt läge varit att föredra. Samtidigt är det alltid svårt att hitta den optimala tidpunkten.

Diagram 18 KIX-index 2006–2018



Källa: Riksbanken

Inför 2018 har Riksgäldens styrelse beslutat att cirka 60 procent av inväxlingen ska ske i CHF, 25 procent i EUR, 10 procent i CAD och 5 procent i USD. För att exemplifiera hur viktigt valet av tidpunkt är för att genomföra en inväxling

kostnadseffektivt har vi utvidgat den beräkning som redovisas i tabell 6. För att beräkningen ska omfatta fler år har vi även tagit med den valutainväxling som ska ske under innevarande år. Vi har också lagt till ytterligare ett alternativ med en inväxling som påbörjas 2011 och som i så fall skulle ha omfattat åren 2011–2014. I tabell 7 jämför vi samtliga tre alternativ, det vill säga inväxling med Riksgäldens val, inväxling med andelstal samt inväxling med början 2011. För de båda första alternativen har vi använt den genomsnittliga valutakursen för januari och februari för inväxlingen 2018 och kursen per den sista februari för att beräkna skuldens värde vid årets slut. I alternativet med startår 2011, som omfattar inväxling under åren 2011–2014, används slutkursen per sista december 2014 för att beräkna skuldens värde vid årets slut. Resultatet av beräkningen redovisas i tabell 7.

Tabell 7 Valutaskuldens utveckling med olika startår för inväxling

	Skuld	Skuld	RGK:s val		2011-start		Andelsval	
	i mdkr	antal	Antal	Antal	Antal	Antal	Antal	Antal
		enheter	inväxlat	kvar	inväxlat	kvar	inväxlat	kvar
CAD	10	1 440	-980	460	-1 440	0	-481	959
CHF	38	4 840	-1 560	3 280	-687	4 153	-1 424	3 416
EUR	84	8 880	-1 049	7 831	-2 459	6 421	-2 889	5 991
GBP	10	830	-400	430	-830	0	-277	553
JPY	27	419 500	-419 500	0	-72 277	347 223	-119 528	299 972
USD	21	2 700	-2 200	500	-2 405	295	-889	1 811
Skuld 2014	189							
Skuld i mdkr efter inväxling			117		102		116	

Källa: Riksgälden, Riksbanken och egna beräkningar

Med de antagna växelkurserna kommer skulden efter inväxling under fyra år att uppgå till 116–117 miljarder kronor enligt Riksgäldens valutainriktning och en inväxling med andelstal. I exemplet med 2011 som startår har inväxling skett med lika andelar av fyra valutor varje år. Under de två första åren har JPY och CHF valts bort på grund av att valutakursen varit oförmånlig för inväxling. Däremot har dessa valutor ingått i inväxlingen de följande två åren. I detta räkneexempel med en inväxling med start 2011 hade valutaskulden i slutet av 2014 uppgått till 102 miljarder kronor, det vill säga 15 miljarder kronor mindre jämfört med den inväxling som faktiskt har skett.

4.4 Positionstagningen

Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk och inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov. Positioner kan vara strategiska (långsiktiga) eller operativa (löpande). Positioner i kronans valutakurs är begränsade till 7,5 miljarder kronor medan positioner i utländsk valuta är begränsade till 300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Riksgälden ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den operativa förvaltningen.

Möjligheten till positionstagande formaliserades 1992 och fram till och med 2011 uppgick resultatet av positionstagandet till 29 miljarder kronor. Sedan år 2000 uppgår resultatet till cirka 17 miljarder kronor varav i stort sett hela resultatet kommer från fem strategiska positioner. Under den senaste femårsperioden (2013–2017) har positionstagandet inneburit en förlust på drygt 400 miljoner kronor.

4.4.1 Positionstagningen före 2017

I maj 2009 höjdes mandatet för Riksgäldens positioner i den svenska kronans valutakurs från 15 till 50 miljarder kronor. Skälet till höjningen var den kraftiga försvagningen av kronan (se diagram 18 (KIX) i avsnitt 4.3) som innebar ökade kostnader för statsskulden. För att parera kostnadsökningen ville Riksgälden ta en större position för en starkare krona än vad mandatet på 15 miljarder kronor tillät. När positionen stängdes i juni 2011 innebar det en vinst på 8,1 miljarder kronor.

I april 2010 gav regeringen Riksgälden i uppdrag att bland annat utreda hur mandatet för positionstagandet bör se ut. Riksgälden avrapporterade uppdraget i förslaget till riktlinjer för 2011. Vad avser positioner i kronans valutakurs föreslog Riksgälden inga ändringar, det vill säga ett fortsatt mandat på 50 miljarder kronor. Motivet var dels att löptidsmålet kräver en större flexibilitet, dels för att kunna nyttja tillfällen då det kan vara motiverat att ta en kronposition. Riksgälden föreslog inte heller några ändringar avseende positionstagande i utländsk valuta, som då uppgick till 600 miljoner kronor. Förslaget grundades utifrån de positioner Riksgälden tidigare hade tagit. De simuleringar som Riksgälden gjorde innebar att inklusive det mandat som behövdes för den löpande förvaltningen skulle det totala mandatet i utländsk valuta behöva uppgå till 1 000 miljoner kronor. Samtidigt konstaterade Riksgälden att det är osannolikt att man skulle ta två mycket stora positioner samtidigt och föreslog därför att riskmandatet på 600 miljoner kronor skulle behållas. Regeringen beslutade dock att begränsa positionstagandet i utländsk valuta till 450 miljoner

kronor med motiveringen att mandatet för positioner i svenska kronan behölls oförändrat på 50 miljarder kronor.

Riksgäldens förslag till riktlinjer inför 2012 innehöll inga ändringar vad avser positionstagande. Däremot beslutade regeringen att Riksgäldens mandat för positioner i den svenska kronans valutakurs skulle minska till dess ursprungliga nivå på 15 miljarder kronor. Minskningen motiverades med att kronan befann sig på en nivå som ansågs mer långsiktig. Mandatet för positioner i utländsk valuta behölls oförändrat på 450 miljoner kronor.

I Riksgäldens förslag till riktlinjer för 2013 föreslog man en begränsning av i vilka marknader Riksgälden får ta positioner. ”Syftet med tillägget är att kodifiera nuvarande praxis som Riksgäldens styrelse beslutat om när det gäller vilka marknader som det är tillåtet att ta positioner i. Vilka marknader det i praktiken blir frågan om bör även framöver beslutas av styrelsen eftersom förutsättningarna av naturliga skäl varierar över tiden.”

I riktlinjerna för 2013 beslöt regeringen att ytterligare minska mandatet att ta positioner i den svenska kronans valutakurs till 7,5 miljarder kronor. Det halverade mandatet motiverades med att regeringen ville begränsa risken för förluster inom positionsverksamheten.

I riktlinjerna för 2014 beslöt regeringen att åter minska mandatet för positioner i utländsk valuta från 450 till 300 miljoner kronor. I riktlinjerna skrev regeringen att det minskade mandatet begränsar risken för förluster samtidigt som positionsverksamheten kan bidra till kostnadsbesparingar.

I ESV:s utvärdering av statsskuld förvaltningen från 2014 resonerade ESV om lämpligheten i den ytterligare sänkningen av mandatet från 15 till 7,5 miljarder kronor. ESV konstaterade att inget hindrar att Riksgälden istället för ett större mandat begär ett utökat mandat från regeringen när de bedömer läget som gynnsamt för en större strategisk position. Samtidigt innebär ett sådant tillvägagångssätt att regeringen delvis tar över riskbedömningen från Riksgälden vilket ökar den politiska risken jämfört med om Riksgälden själva ansvarar för investeringsbesluten. Med politisk risk avses här att det är sannolikt att negativa utfall får större medial uppmärksamhet än positiva utfall. Enligt ESV kan denna politiska asymmetri leda till att regeringen reducerar riskmandatet mer än vad den finansiella risken motiverar. ESV konstaterade också att den politiska risken kan öka om Riksgälden slår i taket för positionstagningen och begär utökat utrymme av regeringen. Regeringen blir då direkt ansvarig för positionen snarare än Riksgälden. ESV tog dock inte ställning till

om regeringen de facto hade tagit hänsyn till den politiska risken i sitt beslut att sänka mandatet.⁴⁴

4.4.2 Positionstagningen från och med 2017

I skrivelsen med utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015 lämnade regeringen ett uppdrag till Riksgälden att analysera om positionstagningen i framtiden kan förväntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet.⁴⁵ Riksgäldens analys landade i den övergripande slutsatsen att det finns goda förutsättningar för att positionsverksamheten ska kunna bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet, speciellt mot bakgrund av Riksgäldens förmåga att agera långsiktigt relativt andra marknadsaktörer.⁴⁶ Med utgångspunkt i analysen förordade Riksgälden två förändringar i riktlinjerna i sitt förslag till riktlinjer för 2017.⁴⁷

Riksgälden föreslog att definitionen av syftet med positionstagningen skulle förtydligas för att även omfatta transaktioner i riskreducerande syfte, exempelvis för att försäkra sig mot stigande räntor. Den tidigare lydelsen omfattade enbart positioner i syfte att sänka kostnader för statsskulden med beaktande av risk. Riksgäldens förslag på ny lydelse var: ”Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk, *eller sänka riskerna för statsskulden med beaktande av kostnad* och inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.” Regeringen ändrade riktlinjerna för 2017 i enlighet med Riksgäldens förslag.⁴⁸

Riksgälden föreslog även en höjning av mandatet i kronans valutakurs från 7,5 till 20 miljarder kronor. Riksgälden redovisade följande motiv för höjningen: ”Mot bakgrund av Riksgäldens tidigare erfarenheter av att amortera på valutaskulden framstår det nuvarande positionsmandatet på 7,5 miljarder kronor som alltför begränsande. Om Riksgälden anser att kronans växelkurs motiverar ett tillfälligt amorteringsstopp begränsas det till en tidsperiod på endast fyra och en halv månad. Därefter måste amorteringarna återupptas eftersom positionsmandatet då är fullt utnyttjat. Med utgångspunkt i den beslutade amorteringstakten på 20 miljarder kronor per år anser Riksgälden att ett positionsmandat i kronans växelkurs på 20 miljarder kronor utgör en bättre avvägning mellan nyttan av att valutaskulden amorteras på ett effektivt sätt och risken för att regeringens styrning av statsskuldsvärdningen blir otillräcklig”.

⁴⁴ ESV (2014) Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2009–2013.

⁴⁵ Skr. 2015/16:104.

⁴⁶ Riksgälden (2016) Avrapportering av regeringsuppdraget att analysera om positionsverksamheten i framtiden kan väntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet.

⁴⁷ Riksgälden (2016) Statsskuldens förvaltning, Förslag till riktlinjer 2017–2020.

⁴⁸ Regeringskansliet (2016) Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2017.

Regeringen avvisade Riksgäldens förslag om en höjning av kronmandatet med motiveringen att ett utökat mandat skulle kunna riskera att komma i konflikt med den förda penningpolitiken och hänvisade till Riksbankens yttrande över Riksgäldens riktlinjeförslag.⁴⁹ Riksbanken skriver i sitt yttrande att "Riksbankens direktion har kommunicerat att den står beredd att intervensera på valutamarknaden, om en alltför snabb förstärkning av kronan riskerar att hota uppgången i inflationen mot målet. Ett utökat mandat för Riksgäldskontoret, med möjligheter att ta positioner för en starkare krona, skulle kunna komma i konflikt med den förda penningpolitiken, och skapa oklarhet och en onödig osäkerhet på de finansiella marknaderna om prisbildningen på de finansiella marknaderna."⁵⁰ Riksbankens beslut att avstyrka Riksgäldens förslag var ett principiellt ställningstagande och bottnade inte så mycket i storleken på det föreslagna mandatet utan i signaleffekten. Ett utökat mandat till Riksgälden vid den här tidpunkten skulle enligt Riksbanken riskera att göra penningpolitiken mer otydlig.⁵¹

Tabell 8 Riksgäldens förslag till positioner och regeringens beslut, belopp i miljoner kronor

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Position i kronans valutakurs						
Riksgälden	50 000	15 000	7 500	7 500	7 500	20 000
Regeringen	15 000	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500
Position i utländsk valuta						
Riksgälden	450	450	450	300	300	300
Regeringen	450	450	300	300	300	300

Källa: Riksgälden och regeringen

4.4.3 ESV:s kommentarer

ESV menar att den diskussion om positionsmandatets storlek som ESV förde i 2014 års utvärdering och som bland annat handlade om avvägningen mellan politisk risk och målet om kostnadsminimering fortfarande är aktuell.

Riksgäldens förslag att utöka positionsmandatet i kronans valutakurs från 7,5 till 20 miljarder kronor kopplar också till styrningen av valutaskulden. Den styrmodell för valutaskulden som beslutades i riktlinjerna för 2015, att valutaskulden ska växlas in med 20 miljarder kronor per år, innebär att Riksgälden inte kan använda valutaskulden för att sänka kostnaden för statsskulden, till exempel genom att upphöra med inväxlingen under en period för att dra nytta av att kronan är

⁴⁹ Regeringskansliet (2016) Riktlinjer för statskuldens förvaltning 2017.

⁵⁰ Riksbanken (2016) Yttrande över förslag till riktlinjer för statskuldens förvaltning 2017–2020.

⁵¹ Intervju Riksbanken.

undervärderad jämfört med andra valutor.⁵² Den enda möjligheten för Riksgälden att ta positioner på kronans växelkurs är genom det särskilda positionsmandatet.

ESV kan konstatera att regeringen och Riksgälden ser olika på hur mandatet, framför allt mandatet för positioner i kronans valutakurs, ska se ut. Båda argumenterar för att minska risken. Regeringen vill därför behålla mandatet oförändrat medan Riksgälden ser ett oförändrat mandat som att risken för att inte bedriva en effektiv förvaltning av statsskulden med fokus på risk och kostnad ökar.

De skilda synsätten framkommer tydligast i Riksgäldens förslag till riktlinjer för 2017 där man ser en eventuell konflikt mellan utvecklingen av valutakurser och kravet på att minska valutaskulden. Vid en plötslig försvagning av kronan räcker det nuvarande mandatet till att skjuta upp inväxlingen under 4,5 månader, vilket enligt Riksgälden är alltför begränsat.

När regeringen vid millenniumskiftet beslutade att valutaskulden skulle minskas, åren 1999–2006, hade Riksgälden en ventil genom att regeringen fastställde det belopp som skulle växlas in tillsammans med ett intervall om +/- 15 miljarder kronor. Intervallet möjliggjorde för Riksgälden att vissa år helt upphöra med inväxlingen och andra år att dubblera den. En sådan styrning ger naturligtvis Riksgälden en större flexibilitet framför allt genom att kunna skjuta på inväxlingen när man anser att kronkursen är onormalt svag. Denna flexibilitet kvarstod även efter det att regeringen 2006 fattade beslut om en andelsstyrning⁵³ genom att regeringen behöll avvikelsetervallerna på +/- 15 miljarder kronor.

Som framgått ovan avvisar regeringen Riksgäldens förslag till höjt positionsmandat i kronans valutakurs med argumentet att ett utökat mandat skulle riskera att komma i konflikt med den förda penningpolitiken. Av budgetlagen framgår att stats- skuldsförvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Regeringen ska således göra en avvägning mellan å ena sidan penningpolitiken och å andra sidan statsskuldspolitiken. Vad gäller frågan om ett utökat positionsmandat i kronans valutakurs är det tydligt att det fanns en motsättning mellan den förda penningpolitiken och målen för statsskuldsförvaltningen när beslutet fattades.

ESV delar Riksgäldens uppfattning att storleken på mandatet i kronans valutakurs måste anses som lågt mot bakgrund av att Riksgälden inte kan ta några taktiska positioner i kronans valutakurs inom ramen för den löpande förvaltningen. Den föreslagna höjningen framstår därför som rimlig.

⁵² Riktvärdet är satt som ett tak på 30 miljarder kronor. Av motivetexterna framgår dock att minskningen planerades till 20 miljarder kronor.

⁵³ Andelsstyrningen innebär att valutaskulden på sikt skulle ned till 15 procent.

ESV vill samtidigt framföra att ett alternativ till en utökad position är att tillåta en större flexibilitet i Riksgäldens valutainväxlingar. ESV bedömer att ett riktvärde för valutainväxling med ett avvikelseintervall är en bättre lösning än att regeringen fastställer ett belopp som ska växlas in. Ett riktvärde med ett avvikelseintervall skickar heller inte samma signaler som en ändrad kronposition skulle göra vad avser Riksbankens penningpolitik.

4.4.4 Positioner i den löpande förvaltningen

Vad gäller mandaten för positioner i utländsk valuta har Riksgälden under den nu aktuella utvärderingsperioden beslutat om ett antal förändringar. Under 2014 stängde Riksgälden i princip ner den löpande förvaltningen med motivet att det saknades en ordnad process för hur en kraftigt negativ utveckling av en positionstagning skulle hanteras.

Under 2015 hade Riksgälden infört en förlustspärr som begränsade förlusterna till 250 miljoner kronor under en rullande 12-månadersperiod. Spärren slog till gradvis och begränsade utrymmet att ta positioner redan vid små förluster. Förlustspärren gjorde det svårt att ta igen en position som till en början innebar förlust. Under 2016 bedrevs ingen positionstagning. Under året arbetade Riksgälden med regeringsuppdraget om positionsverksamheten. Slutsatsen var att Riksgälden har bättre förutsättningar än många andra aktörer att agera långsiktigt och uthålligt. Man konstaterade även att positionsverksamheten även i framtiden ska kunna bidra till sänkta kostnader för statsskulden. Under sommaren 2016 tog Riksgälden bort förlustbegränsningsmekanismen eftersom den genererade en kostnad i form av en riskpremie. Istället minskade man verksamhetens omfattning genom att reducera själva riskmandatet. Övergången till ett reducerat riskmandat bedömdes samtidigt innebära att förutsättningarna att gå med vinst skulle öka. Riskmandatet är sedan dess 16 miljoner kronor mätt som dagligt VaR, vilket motsvarar ungefär 250 miljoner kronor mätt som årligt VaR. Under 2017 uppgick resultatet från det interna positionstagandet till 13 miljoner kronor. Merparten av positionerna togs i valutor. I jämförelse med den externa förvaltningen är Riksgäldens resultat sämre och resultatet ser ut att vara mer volatil. Riksgäldens sämre resultat kan i sin helhet förklaras av den nedstängning av en position som gjordes 2014. Den till synes lägre volatiliteten för den externa förvaltningen beror dock på att det är ett sammanlagt resultat från flera förvaltare. Det negativa resultatet i det strategiska positionstagandet har ESV kommenterat i den utvärdering som gjordes 2015.

Tabell 9 Resultat för positionstagningen

	2013	2014	2015	2016	2017	Totalt
Intern	235	-271	-422	-1	13	-446
varav strategisk	0	-55	-375	0	0	-430
varav löpande	235	-216	-47	-1	13	-16
Extern	-35	90	44	44	-104	39
Totalt	200	-181	-378	43	-91	-407

Källa: Riksgälden

ESV:s kommentarer

ESV anser att den översyn som Riksgälden gjort av regelverket för positioner i utländsk valuta är bra. Vi konstaterar även att Riksgälden har valt att begränsa möjligheter till både vinst och förlust genom att sänka riskmandatet och att det varit viktigast att minska förlustrisken.

4.5 Premieobligationernas bidrag till det statsskuldspolitiska målet

Riksgäldens privatmarknadsupplåning (premieobligationer och Riksgäldsspar) har successivt minskat. Vid slutet av 2017 finansierade privatmarknadsutlåningen endast 0,8 procent av statsskulden. Fram till och med 2014 innebar denna upplåning en besparing jämfört med upplåningen på kapitalmarknaden. Från och med 2015 blev dock denna upplåningsform dyrare. Under 2017 ökade kostnaden med 24 miljoner kronor varav 21 miljoner kan hänföras till premieobligationerna.⁵⁴ Mot denna bakgrund fick Riksgälden i uppdrag av regeringen att analysera om upplåning i premieobligationer i framtiden bedöms kunna bidra till det statsskuldspolitiska målet.⁵⁵ Samtliga scenarier som Riksgälden använder i analysen resulterar i att premieobligationerna kommer att gå med förlust de närmaste åren. Riksgälden förordar ändå att utgivningen fortsätter eftersom det skulle bli kostsamt att återuppta utgivningen om den legat nere helt. Hur stort bidraget från premieobligationerna kan tänkas bli i framtiden har dock Riksgälden svårt att bedöma och kommer i stor utsträckning att bero på den framtida efterfrågan på premieobligationer.⁵⁶ Det faktum att premieobligationsutlåningen kommer att fortsätta att gå med förlust i närtid motiverar dock enligt Riksgälden att målperspektivet görs mer långsiktigt. Riksgälden föreslår därför i riktlinjeförslaget för 2017 att ett längre målperspektiv införs.⁵⁷ Enligt Riksgälden kan ett längre målperspektiv åstadkommas genom att

⁵⁴ Riksgälden (2016) Statskuldens förvaltning, Förslag till riktlinjer 2017–2020.

⁵⁵ Skr 2015/15:104.

⁵⁶ Riksgälden (2016) Avrapportering av regeringsuppdraget att analysera om upplåning i premieobligationer i framtiden bedöms kunna bidra till det statsskuldspolitiska målet.

⁵⁷ Riksgälden (2016) Statskuldens förvaltning, Förslag till riktlinjer 2017–2020.

ändra i riktlinjerna så att syftet med privatmarknadsupplåningen istället är att *långsiktigt* minska kostnaderna för statsskulden. Genom att ändra riktlinjerna finns det utrymme att hantera de förluster som premieobligationerna kommer att generera den närmaste tiden enligt Riksgälden. Vad långsiktigt innebär mer precist framgår inte.

I riktlinjerna för 2017 beslutade regeringen att målperspektivet för privatmarknadsutlåningen skulle förläggas i enlighet med Riksgäldens förslag. Regeringen skriver dock att Riksgälden bör överväga att inte ge ut premieobligationer fram till dess att upplåningsformen bedöms vara lönsam igen för att begränsa räntekostnadsförlusten. Regeringen motiverar sitt beslut med att de besparingar som premieobligationer kan bidra med på längre sikt är osäkra och bygger på att det går att emittera större premieobligationslån än i dag. Vidare skriver regeringen att det är ovisst när i tiden räntenivån blir tillräckligt hög för att göra upplåningsformen lönsam.⁵⁸

I december 2016 fattade Riksgäldens styrelse beslut om att inte ge ut premieobligationer tillsvidare mot bakgrund av det låga ränteläget.⁵⁹

ESV instämmer i regeringens analys och anser att Riksgäldens beslut att tillsvidare inte ge ut premieobligationer är riktigt mot bakgrund av det fallande resultatet i verksamheten och den stora osäkerheten om den framtida efterfrågan på premieobligationer.

⁵⁸ Regeringskansliet (2016) Riktlinjer för statskuldens förvaltning 2017.

⁵⁹ Riksgälden, Styrelseprotokoll nr7 vid sammanträde med Riksgäldens styrelse den 13 december 2016.

Skr. 2017/18:104
Bilaga 1

REGERINGENS RIKTLINJEÄNDRINGAR

5 Riksgäldens tillämpning

Riksgälden ansvarar för upplåning och förvaltning av statsskulden. Riksgäldens förvaltning ska ske i enlighet med målet för statsskuldpolitiken och inom ramen för regeringens riktlinjer. Det innebär att Riksgäldens uppgift är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risk. Eftersom målformuleringen är relativt öppen går det inte att exakt beräkna hur väl Riksgälden lyckas med det övergripande målet. Av regeringens riktlinjer och i myndighetens instruktion framgår dock att Riksgälden ska fastställa principer för hur genomförandet av regeringens riktlinjer ska se ut.⁶⁰ Riksgälden ska också fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer.⁶¹ De interna riktlinjerna ska bland annat reglera utnyttjandet av positionsmandatet, valutafördelningen i valutaskulden samt principerna för marknads- och skuldvard. Riksgäldens styrelse fastställer de interna riktlinjerna i myndighetens finans- och riskpolicy.⁶²

Riksgälden använder olika strategier för att marknaden för statspapper ska fungera väl och attrahera investerare. Strategierna handlar dels om åtgärder för att främja likviditeten och infrastrukturen på statspappersmarknaden, dels främja transparens, förutsägbarhet och tydlig kommunikation.⁶³

5.1 Statsskuldens sammansättning och löptid

ESV:s bedömning är att Riksgälden har uppfyllt regeringens riktlinjer vad gäller statsskuldens sammansättning och löptid.

Enligt regeringens riktlinjer för perioden 2016–2017 skulle den reala kronskulden utgöra 20 procent av statsskulden. Stocken av realobligationer är dock svår att ändra på kort sikt.⁶⁴ Andelen ska därför ses som ett långsiktigt riktvärde och beror enligt Riksgälden främst på hur nettolånebehovet och hur statsskulden utvecklas.⁶⁵ Från att ha legat under riktvärdet under några år uppgick den reala skulden till 20,7 procent i slutet av 2017. Andelen för 2016 var 19,4 procent. Årsgenomsnittet kan vara både högre och lägre än andelen i slutet av året. Enligt Riksgälden beror uppgången främst på att statsskulden minskade.

⁶⁰ Se punkt 9 i regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning samt Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

⁶¹ Se punkt 10 i regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning.

⁶² Se bland annat Riksgälden (2016), Finans- och riskpolicy 2017.

⁶³ Riksgälden (2018) Underlag för utvärdering, Statsskuldens förvaltning 2017.

⁶⁴ Det beror bland annat på att likviditeten på realobligationsmarknaden är låg samt att den reala skulden består av relativt få lån. Till skillnad mot den nominella skulden går löptiden för den reala skulden inte heller att justera med hjälp av derivat. Durationen i den reala skulden beror därför uteslutande på löptiden i utestående obligationer och förändringar i marknadsräntorna.

⁶⁵ Riksgälden (2018) Underlag för utvärdering, Statsskuldens förvaltning 2017.

RIKSGÄLDENS TILLÄMPNING

Den nominella kronskulden med löptider längre än 12 år ska enligt riktlinjerna för 2016 och 2017 uppgå till 70 miljarder kronor. Resultatet blev dock något lägre, 58 respektive 62 miljarder kronor.⁶⁶ Den utestående stocken av långa obligationer beror i stor utsträckning på marknadens intresse för långa instrument. Mot bakgrund av att riktvärdet är långsiktigt och att den utestående stocken successivt har ökat under senare år anser ESV att riktlinjerna får anses uppfyllda även i denna del.

Sedan 2015 är målet att valutaexponeringen ska planeras minska med 20 miljarder kronor per år med ett tak på 30 miljarder kronor. Under 2016 och 2017 minskade Riksgälden valutaskulden genom att växla in valutor motsvarande 20 miljarder kronor per år beräknat med valutakurserna per den 30 november året före inväxlingsåret. Utöver den planerade inväxlingen om 20 miljarder kronor påverkas den totala valutaskulden även av de valutaväxlingar som Riksgälden löpande utför för statens räkning. Med dessa löpande valutaväxlingar medräknade minskade den totala valutaskulden med 23 miljarder kronor 2016 och med 14,9 miljarder kronor 2017 mätt med valutakurserna per den 30 november. Se också avsnitt 4.3 för mer detaljerad information om inväxlingen av valutaskulden.

Som framgått tidigare har löptiden för samtliga skuldslag legat inom riktlinjerna under 2016 och 2017. Löptiden för den reala kronskulden skulle enligt riktlinjerna ligga mellan 6–9 år under 2016 och 2017 vilket också har varit fallet. År 2016 och 2017 var den genomsnittliga durationen 6,9 respektive 6,4 år. När det gäller den nominella kronskulden höjdes löptiden i riktlinjerna både 2016 och 2017. Båda dessa år hamnade löptiden i den övre delen av intervallet för respektive år. Löptiden i valutaskulden var under 2016 och 2017 en respektive två månader och låg därmed i den nedre delen av intervallet enligt riktlinjerna.

⁶⁶ Som tidigare nämnts kommer hela den nominella kronskulden att styras med ett gemensamt löptidsintervall på mellan 4,0–5,2 år från och med 2018.

Tabell 10 Riktvärden för statsskuldens sammansättning och löptid samt utfall 2016–2017

	2016	2017
Real kronskuld i %	20	20
Utfall i %	19,4	20,7
Löptid i år	6,0-9,0	6,0-9,0
Utfall	6,9	6,4
Nominell kronskuld < 12 år		
Löptid i år	2,6-3,6	2,9-3,9
Utfall	3,4	3,8
Nominell kronskuld > 12 år	70 mdkr	70 mdkr
Utfall	58 mdkr	62 mdkr
Valutaskuld	Ska minska med 20 mdkr	Ska minska med 20 mdkr
Utfall	23 mdkr	14,9 mdkr
Löptid i år	0-1	0-1
Utfall	0,1	0,2

Källa: Riksgälden

Anm. Minskningen av valutaskulden har beräknats med växelkurser per den 30 november 2015 respektive 2016.

5.2 Nytt kostnadsmått för det övergripande målet

I den årliga utvärderingsrapporten använder Riksgälden måttet periodiserad kostnad för att följa upp statsskuldens totala kostnad.⁶⁷ Måttet periodiserad kostnad bygger på principen om att orealiserade marknadsvärden inte ska kostnadsföras. Eftersom framtida kassaflöden för exempelvis realobligationer och instrument i utländsk valuta är okända så revideras kostnaden istället retroaktivt i takt med att de faktiska utfallen blir kända. I ESV:s utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning för perioden 2011–2015 framförde ESV att den periodiserade kostnaden är svår att förstå, bland annat för att den retroaktivt kan ändras för historiska perioder, och för att den inte på ett enkelt sätt kan jämföras mot marknadsdata och vedertagna avkastnings- och kostnadsmått. ESV föreslog därför att Riksgälden borde överväga att använda en förenklad metod som bygger på en värdering utifrån respektive instruments emissionsränta och där variationen i inflation och valutakurser kostnadsförs löpande. För att förbättra den löpande riskkontrollen ansåg ESV också att Riksgälden borde marknadsvärdera skulder och finansiella instrument löpande samt beräkna upplåningskostnader baserade på dessa marknadsvärden. ESV menade även att det saknas en redovisning av upplåningskostnadernas risk och rekommenderade därför Riksgälden att redovisa hur denna risk bör mätas. Slutligen

⁶⁷ Riksgälden redovisar totalt tre olika mått på statsskuldens kostnad i sitt underlag för utvärdering av statsskuldsköperförvaltningen. Utöver periodiserad kostnad använder Riksgälden även måttet räntebetalingar på statsskulden som visar vad som faktiskt betalas ett enskilt år samt måttet genomsnittlig emissionsränta (GER) som ger en ögonblicksbild av kostnaden exklusive inflationskompensation och valutakursförändringar.

rekommenderade ESV regeringen att ge Riksgälden i uppdrag att utarbeta förslag till riktmärkesportföljer för att utvärdera Riksgäldens upplåningskostnader.⁶⁸

Mot bakgrund av ESV:s synpunkter gav regeringen i april 2016 Riksgälden i uppdrag att dels undersöka om måttet periodiserad kostnad kan förenklas så att det inte beror på antaganden om framtida händelser, dels rapportera hur mycket kostnaden varierar över tiden genom att redovisa ett riskmått. Riksgälden fick också i uppdrag att utreda om det kan anses vara ändamålsenligt att införa någon form av riktmärkesbaserad utvärdering av upplåningskostnaderna.⁶⁹ Det övergripande syftet med uppdraget var att utreda om det går att underlätta utvärderingen av det övergripande målet för statsskuldsköperförvaltningen. Även Finansutskottet konstaterade att transparenta och jämförbara kostnadsmått är nödvändiga för att effektiviteten och målpuffyllelsen i statsskuldsköperförvaltningen ska kunna följas upp. Utskottet såg det därför som positivt att Riksgäldskontoret fått i uppdrag att utvärdera och ta fram mått och metoder som säkerställer detta. Utskottet ansåg också att resultatet av uppdraget bör följas upp i samband med nästa utvärdering.⁷⁰

I december 2016 redovisade Riksgälden sitt uppdrag till regeringen.⁷¹ Förslaget innebär i korthet en modifiering av det nuvarande kostnadsmåttet periodiserad kostnad så att det inte längre beror på antaganden om framtida händelser och därmed behöver revideras retroaktivt. Istället ska kostnader som uppkommer på grund av växelkursförändringar, inflationsuppräknning och återköp tas löpande i takt med att de uppstår. Riksgälden föreslår även ett riskmått som utgörs av variationen i det nya kostnadsmåttet. När det gäller uppdraget att utreda om det kan vara ändamålsenligt att införa någon form av riktmärkesbaserad utvärdering av upplåningskostnaderna gör Riksgälden bedömningen att detta inte kommer att underlätta utvärderingen av statsskuldsköperförvaltningen och föreslår därför ingen förändring i detta avseende. I Riksgäldens underlag för utvärdering av statsskuldens förvaltning 2016 föreslog Riksgälden att det nya kostnads- och riskmåtten skulle användas för första gången i underlaget för utvärdering 2017.⁷² Riksgälden valde dock att invänta regeringens bedömning av förslaget och det nya kostnadsmåttet kommer att användas först i underlaget för utvärdering 2018.

I budgetpropositionen för 2018 ställde sig regeringen positiv till rekommendationerna från ESV och Riksgäldskontoret och anser att det nya måttet som föreslagits av Riksgäldskontoret fortsättningsvis bör användas i styrning och utvärdering av statsskuldens förvaltning. Däremot instämde regeringen i Riksgäldens bedömning att

⁶⁸ ESV (2016) Utvärdering av statens upplåning och skuldsköperförvaltning 2011–2015.

⁶⁹ Skr 2015/16:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldsköperförvaltning 2011–2015.

⁷⁰ Bet 2015/16:FIU37 Utvärdering av statens upplåning och skuldsköperförvaltning 2011–2015.

⁷¹ Riksgälden (2016) Avrapportering av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas.

⁷² Riksgälden (2017) Underlag för utvärdering, Statsskuldens förvaltning 2016.

en riktmärkesbaserad utvärdering inte bör införas med bland annat med hänvisning till att nyttan skulle bli begränsad samtidigt som den skulle kräva betydande resurser.⁷³

5.3 Marknadsvård

Ett av de viktigaste verktygen för Riksgälden för att minimera kostnaden för statsskulden är att verka för en attraktiv marknad för svenska statspapper.⁷⁴ När många investerare vill låna ut till staten sjunker kostnaden för statsskulden och likviditeten ökar. Som ett led i att utvärdera hur väl Riksgälden bidrar till en väl fungerande marknad genomför Riksgälden en årlig enkätundersökning där återförsäljare och investerare får svara på frågor om Riksgäldens aktiviteter och strategier.⁷⁵ I den senaste undersökningen får Riksgälden överlag ett gott betyg av marknadsaktörerna och resultatet ligger i linje med resultaten från tidigare år.

I en del av undersökningen får marknadsaktörerna rangordna betydelsen av Riksgäldens strategier och sedan betygssätta dem. I tabell 11 listas de fem områden som aktörerna bedömt som viktigast 2017 samt vilka betyg (1–5) aktörerna har gett på respektive område sedan 2013. Betyget ligger över 4 på samtliga fem områden och är också högre jämfört med 2013 på alla områden. Värt att notera är att det område som rankas allra högst av aktörerna – marknadsvård genom repor i statspapper – också får det allra högsta betyget på 4,7. Riksgäldens repofacilitet har vuxit kraftigt under de senaste två åren vilket hänger samman med den försämrade likviditeten på statsobligationsmarknaden, se vidare under avsnitt 5.4 nedan. Ett annat observandum är att betyget för det område som rankas som näst viktigast av aktörerna – marknadsvård genom byten av realobligationer – sjunker jämfört med 2016 från 4,3 till 4,1. Riksgälden skriver att en tänkbar förklaring är att marknaden för realobligationer har fungerat sämre till följd av regleringar, Riksbankens återköpsprogram och lägre emissionsvolym.⁷⁶

⁷³ Prop. 2017/18:1 Utgiftsområde 26 Statskulsdränor m.m.

⁷⁴ Marknadsvård är inget entydigt definierat begrepp. I Riksgäldens rapport Riksgäldskontorets marknadsvård i internationellt perspektiv definierar Riksgälden marknadsvård som "de åtgärder emittenten vidtar för att öka likviditeten och minska osäkerheten i statspappersmarknaden.

⁷⁵ Undersökningen genomfördes i slutet av 2017 av TSN SIFO Prospera. Sju återförsäljare och 58 investerare tillfrågades. Svarsfrekvensen var 88 procent.

⁷⁶ Riksgälden (2018) Underlag för utvärdering, Statskuldens förvaltning 2017.

Tabell 11 Marknadsaktörernas betyg inom de områden som de anser är viktigast 2017

Marknadens viktigaste krav	2013	2014	2015	2016	2017
Marknadsvärd genom repori i statspapper	4,3	4,2	4,3	4,6	4,7
Marknadsvärd genom byten i realobligationer ¹	3,8	3,6	4,0	4,3	4,1
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,1	4,0	4,0	4,1	4,4
Information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,0	4,2	4,0	4,2	4,4
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,2	4,3	4,1	4,2	4,4

Källa: Riksgälden (TNS SIFO Prospera)

1) Frågan ställs enbart till återförsäljare.

Marknadsaktörerna har också fått jämföra Riksgälden med andra skuldkontor. Riksgälden står sig bra i denna jämförelse och resultaten har med något undantag dessutom förbättrats sedan 2015. Till exempel ger samtliga aktörskategorier ett högre betyg på Riksgäldens webbsida för andra året i rad. På två områden har dock resultaten sjunkit något sedan 2015, och det gäller internationella investerares värdering av transparens samt återförsäljarnas värdering av ledningens tillgänglighet. Vad gäller återförsäljarnas värdering av ledningens tillgänglighet har dock resultatet tydligt förbättrats jämfört med 2016.

Tabell 12 Riksgälden jämfört med andra skuldkontor, procent

	Återförsäljare			Svenska investerare			Internationella investerare		
	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015
Transparens									
Bättre	77	38	46	49	36	39	27	45	38
Sä mre	0	0	0	0	0	3	9	9	10
Förmåga att fatta snabba beslut									
Bättre	31	31	31	25	21	18	36	23	14
Sä mre	0	8	0	3	0	0	5	0	5
Ledningens tillgänglighet									
Bättre	46	23	54	33	24	27	27	18	10
Sä mre	0	0	0	0	3	3	5	5	0
Webbplatsen									
Bättre	38	15	33	39	27	22	30	29	21
Sä mre	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Källa: Riksgälden (TNS SIFO Prospera)

Undersökningen sammanfattar bilden av Riksgälden i ett så kallat profilvärde. Profilvärdet är högst bland återförsäljare där värdet var 4,4 respektive 4,3 för 2016 och 2017. Profilvärdet för svenska investerare gick upp från 3,8 till 4,0 mellan 2016

och 2017. För utländska investerare har värdet legat runt 4 både 2016 och 2017.⁷⁷ Enligt TSN SIFO Prospera bör värden över fyra tolkas som utmärkta medan värden under tre är underkänt. Sammanfattningsvis får Riksgälden ett utmärkt betyg av marknadsaktörerna. Av enkätsvaren att döma har Riksgälden dessutom förbättrat sina resultat under året från ett redan bra utgångsläge.

Ett område som sticker ut i årets enkät och som inte har blivit bättre utan tvärtom visar mycket negativa och sjunkande resultat är marknadsaktörernas betyg på likviditeten på marknaden. Till exempel ger återförsäljarna betyget 2,2 på likviditeten mätt som omsättningen av nominella statsobligationer. Det kan jämföras med betyget 2,6 föregående år och 3,6 år 2013. Resultaten för svenska och utländska investerare följer ett liknande mönster. I avsnitt 5.4 nedan diskuteras frågan om den sjunkande likviditeten mer ingående och där ingår också fler resultat från enkätundersökningen på detta område.

5.4 Likviditeten på statsobligationsmarknaden

En grundförutsättning för en väl fungerande handel i statspapper och andra värdepapper är likviditet. Likviditet är dock ett mångfacetterat begrepp och kan ta sig olika uttryck. I vid mening betyder *marknadslikviditet* att en placerare kan känna sig någorlunda säker på att till givna priser och med kort varsel kunna gå ur en position i räntebärande papper.⁷⁸ Ju mer som kan omsättas utan att priset påverkas desto djupare sägs marknaden vara.⁷⁹ En annan definition skulle kunna vara en marknad med små transaktionskostnader.⁸⁰ *Finansieringslikviditet* handlar istället om hur lätt en aktör kan finansiera sin verksamhet, till exempel hur lätt Riksgälden kan emittera en ny obligation. De två likviditetsbegreppen hänger dock nära samman och ingår ofta båda i olika definitioner av likviditet.

Som tidigare nämnts har likviditeten på statsobligationsmarknaden gradvis sjunkit under senare år enligt Riksgäldens marknadsundersökningar. I det här avsnittet kommer vi därför att fördjupa oss i frågan om likviditet. Avsnittet börjar med en översiktlig beskrivning av hur Riksgälden arbetar för att påverka likviditeten på statsobligationsmarknaden. Därefter följer en redogörelse av resultaten från några analyser av likviditeten på den svenska statsobligationsmarknaden samt en genomgång av vad marknadsaktörerna själva anser. Avsnittet avslutas med en sammanfattning av olika förklaringar till varför likviditeten har minskat.

⁷⁷ År 2016 och 2017 var profilvärdet 4,0 respektive 3,9.

⁷⁸ Viotti, S och Wissén P (1991) Penningmarknaden.

⁷⁹ Marknadslikviditet brukar ofta delas upp i fyra delkomponenter när det gäller handel med statspapper. Utöver *djup* brukar man också tala om *bredd* som är skillnaden mellan köp och säljkurs, *omedelbarhet* som handlar om hur snabbt en marknadsaktör kan genomföra en viss transaktion samt *återhämtningsförmåga* som beskriver hur snabbt priser återvänder till det fundamentala värdet vid en temporär likviditetstörning, se bland annat SOU 2014:8, *Översyn av statsskuldspolitiken*. Omsättning och omsättningshastighet på den utestående stocken är ytterligare två mått.

⁸⁰ Riksgälden (2003) Riksgäldskontorets marknadsvärd i ett internationellt perspektiv.

5.4.1 Riksgälden kan påverka likviditeten indirekt

Som emittent av statsobligationer och statsskuldväxlar verkar Riksgälden på *primärmarknaden*. Riksgäldens obligationer säljs sedan vidare till andra investerare på *sekundärmarknaden*. Likviditeten på sekundärmarknaden har stor betydelse för likviditeten på primärmarknaden och för att marknaden för statspapper som helhet ska fungera bra. Om omsättningen och likviditeten i sekundärmarknaden minskar kommer prisbildningen i marknaden att försämrats vilket leder till mer volatila priser och ökad osäkerhet för alla aktörer. På lång sikt kan detta leda till högre upplåningskostnader för staten och större svårigheter att attrahera investerare.⁸¹ En försämrad marknadslikviditet kan också få negativa konsekvenser för det finansiella systemet som helhet. Även om det inte är troligt att försämrad marknadslikviditet i sig innebär en ökad risk för den finansiella stabiliteten så kan bristande marknadslikviditet förstärka en negativ händelseutveckling.⁸²

Även om Riksgälden inte kan påverka likviditeten direkt så använder Riksgälden olika verktyg för att påverka likviditeten indirekt. För att stimulera marknadens funktion och förbättra likviditeten använder Riksgälden återförsäljare (marknadsgaranter), vanligtvis banker.⁸³ Återförsäljarna har genom avtal med Riksgälden förbundit sig att agera på visst sätt. I primärmarknaden är återförsäljarna exempelvis tvingade att lägga bud i auktionerna, vilket minskar risken att Riksgälden ska behöva dra ner eller ställa in en auktion. I sekundärmarknaden ska återförsäljarna fungera som ett slags smörjmedel och bidra till god likviditet och pristransparens. Det gör de bland annat genom att på begäran ställa bindande köp- och säljkräntor på kundmarknaden och kontinuerligt tillhandahålla indikativa köp- och säljkräntor på marknadens informationssystem. Återförsäljarna åtar sig också att göra alla rimliga ansträngningar för att upprätthålla en marknadsandel som uppgår till minst 5 procent respektive 2,5 procent av den totala omsättningen på den elektroniska interbankmarknaden respektive kundmarknaden. Om återförsäljarna fullgör sina åtaganden i primär- och sekundärmarknaden får de provision.⁸⁴

Riksgälden försöker också koncentrera upplåningen till ett begränsat antal så kallade benchmarklån. Genom att koncentrera skuldstocken till ett litet antal lån med samma struktur förbättras utbytbarheten mellan lån vilket skapar förutsättningar för en aktiv handel och att den utestående volymen bli tillräckligt stor för att säkerställa god likviditet. Att omsättningen blir större i enskilda lån gör också att prisbildningen blir mer rättvisande. Systemet med benchmarklån skapar också förutsättningar för utveckling

⁸¹ Se bland annat SOU 2014:8, Översyn av statsskuldspolitiken, Riksbanken (2016) Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell likviditet, Ekonomiska kommentarer nr 3 2016 och Finansinspektionen (2015) Likviditeten i marknaden för säkerställda obligationer, FI-analys Nr. 3.

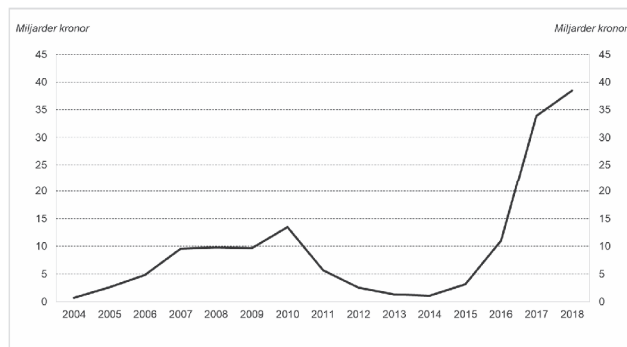
⁸² Se bland annat Riksbanken (2016) Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell likviditet och Finansinspektionen (2017) Sårbarhetsindikatorer för likviditet, FI-analys Nr 8.

⁸⁴ Återförsäljaravtal avseende statsobligationer, 29 november 2013.

av derivatmarknader genom att en väl prissatt avkastningskurva (benchmarklån med olika löptider) fungerar som bas för prissättning av obligationer från andra låntagare.

Riksgälden har också ett marknadsåtagande via repomarknaden⁸⁵ vilket innebär att Riksgälden tillgodoser marknadens behov av statspapper.⁸⁶ Vetskapen på marknaden att man alltid kan få tag på statsobligationer har stor betydelse för likviditeten på hela obligationsmarknaden. Räntan på reporna sätts i förhållande till Riksbankens reporänta och ligger i dag på 40 baspunkter under reporäntan. Volymerna i Riksgäldens repor med återförsäljarna har ökat kraftigt under de senaste två åren. Under andra halvåret 2017 repade Riksgälden dagligen ut statsobligationer för i genomsnitt omkring 55 miljarder kronor.⁸⁷

Diagram 19 Riksgäldens repor i statsobligationer, årligt genomsnitt 2004–2018, mdkr



Källa: Riksgälden

Ytterligare ett sätt att främja likviditeten är att Riksgälden erbjuder byten av mindre likvida statspapper mot mer likvida utgåvor.

Att likviditeten på statspappersmarknaden är av central betydelse framgår även av svaren på Riksgäldens årliga enkät till marknadsaktörerna. När investerare och återförsäljare får ange betydelsen av Riksgäldens olika strategier för marknadsvård

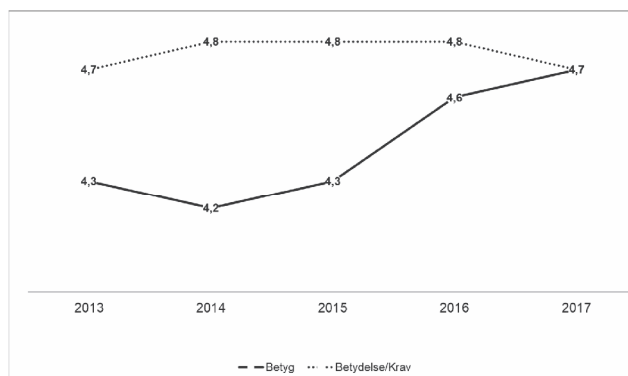
⁸⁵ Repa är en förkortning av repurchase agreement. Det är ett avtal om försäljning av ett värdepapper där säljaren samtidigt lovar att återköpa pappret om en viss tid till ett visst pris. Repan kan också vara omvänd, det vill säga avtal om köp av ett papper i kombination med framtida försäljning.

⁸⁶ Riksgälden deltar också i repomarknaden av affärsmässiga skäl i den dagliga likviditetshanteringen.

⁸⁷ Riksgälden (2018) Underlag för utvärdering. Statsskuldens förvaltning 2017.

blir betygen höga. Allra högst värderas Riksgäldens marknadsvärd genom repor tätt följd av Riksgäldens byten av realobligationer.

Diagram 20 Marknadsaktörernas värdering av betydelsen av Riksgäldens repofacilitet respektive betyg på densamma 2013–2017



Källa: Riksgälden (TNS SIFO Prospera)

När marknadsaktörerna sedan får betygssätta Riksgäldens strategier kommer Riksgäldens repofacilitet bäst ut, se tabell 11 i avsnitt 5.3 ovan. Riksgäldens återförsäljare och investerare ger repofaciliteten betyget 4,7 på en femgradig skala, en klar förbättring sedan 2013 då betyget var 4,3.

5.4.2 Likviditet är svårt att mäta

Det finns inte *ett* enskilt mått som kan fånga alla dimensioner av likviditet. I en studie från Riksbanken från 2016 som undersöker hur marknadslikviditeten har förändrats i Sverige sedan finanskrisen 2008 beskrivs tre olika mått som kan användas för att mäta likviditet.⁸⁸ Det första måttet utgår från transaktionskostnaden, det vill säga hur en obligations köp- och säljpris förändras över tid. Om skillnaden stiger indikerar det en försämrad likviditet. Enligt Riksbanken är detta mått svårt att använda för svenska obligationer då köp- och säljpriser endast är indikativa. Det andra måttet på likviditet är att titta på omsättningen på sekundärmarknaden. Omsättningen kan också sättas i relation till utestående volym. En sjunkande omsättning kan indikera att marknadslikviditeten blivit sämre.⁸⁹ Det tredje måttet

⁸⁸ Riksbanken (2016) Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell likviditet.

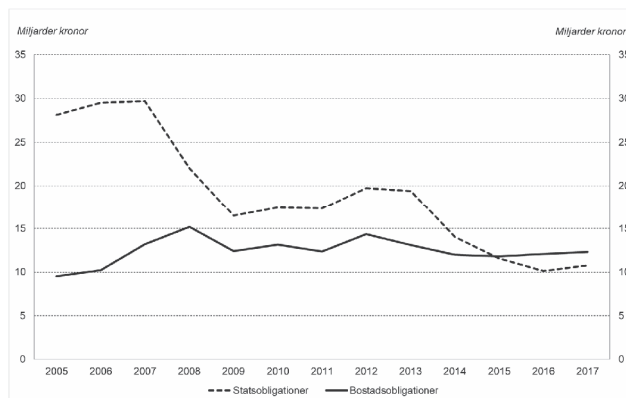
⁸⁹ En minskad omsättning kan också handla om att den utestående stocken har ökat.

innebär att omsättningen sätts i relation till förändringar i priset på en obligation. Om priset rör sig mycket i förhållande till omsättningen kan det vara en indikation på att en obligations marknadslikviditet försämrats. Riksbanken påpekar att varje mått innehåller begränsningar, och kan vara svårtolkade.

5.4.3 Omsättningen på den svenska obligationsmarknaden 2005–2017

I diagrammet nedan framgår hur den genomsnittliga dagsomsättningen på marknaden för statsobligationer respektive bostadsobligationer har utvecklats sedan 2005. Dagsomsättningen för statsobligationer sjönk från cirka 30 miljarder kronor 2007 till 22 miljarder kronor 2008. Under åren 2009–2013 låg dagsomsättningen mellan 15 och 20 miljarder kronor för att därefter gradvis sjunka till knappt 11 miljarder kronor 2017. Dagsomsättningen för bostadsobligationer steg istället fram till och med 2008 då omsättningen var drygt 15 miljarder kronor i genomsnitt per dag. Därefter har dagsomsättningen legat ganska stabilt runt 12-13 miljarder kronor. Under 2015–2017 sker ett trendbrott när dagsomsättningen för bostadsobligationer är högre än omsättningen för statsobligationer.

Diagram 21 Genomsnittlig dagsomsättning per år på den svenska obligationsmarknaden 2005–2017, miljarder kronor



Källa: Riksbanken

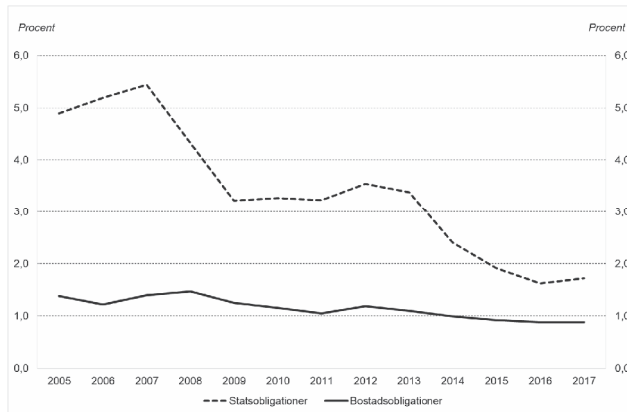
Anm. Omsättningen avser avistatransaktioner.

Anm. Sedan 2009 har bankerna konverterat samtliga bostadsobligationer till så kallade säkerställda obligationer.

Utvecklingen av omsättningen i relation till utestående stock följer ett liknande mönster. Mellan 2005 och 2017 har dagsomsättningen för statsobligationer sjunkit

med drygt 3 procentenheter medan omsättningen för bostadsobligationer har sjunkit med 0,5 procentenheter. År 2017 var dagsomsättningen för statsobligationer 1,7 procent och för bostadsobligationer 0,9 procent.

Diagram 22 Genomsnittlig dagsomsättning per år i relation till utestående stock på den svenska obligationsmarknaden 2005–2017, procent



Källa: Riksbanken

Anm. Omsättningen avser avistatransaktioner.

5.4.4 Analyser av likviditeten för statsobligationer

Likviditeten på den svenska obligationsmarknaden har varit föremål för ett antal utredningar och studier under senare år.⁹⁰ Utredningarna ger dock ingen entydig bild av hur likviditeten har utvecklats.

Studien från Riksbanken från 2016 visar att marknadslikviditeten för statsobligationer och säkerställda obligationer gradvis har sjunkit under senare år enligt det så kallade omsättningsmättet medan utvecklingen för det mått som sätter omsättningen i relation till förändringar av priset på en obligation har ”gått mer i sidled”. Enligt utredningen finns det också tendenser till att marknadslikviditeten för statsobligationer har koncentrerats till obligationer med så kallad benchmarkstatus. Sammanfattningsvis så menar Riksbanken att marknadslikviditeten för svenska

⁹⁰ Se bland annat Riksbanken (2016) Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell likviditet och Finansinspektionen (2015) FI-analys Nr 3, Likviditeten i marknaden för säkerställda obligationer, samt Finansinspektionen (2017) FI-analys Nr 8, Sårbarhetsindikatorer för likviditet.

obligationer har försämrats sedan finanskrisen men skriver samtidigt att det inte finns några tecken på att obligationsmarknaderna fungerar sämre för det. Enligt Riksbanken beror det på att de inte kan se några försämringar av finansieringslikviditeten.

I Finansinspektionens analys från 2015 undersöker Finansinspektionen likviditeten i säkerställda obligationer med likviditetsmättet yieldpåverkan.⁹¹ Resultaten visar att likviditeten har varit oförändrad under de senaste åren både vad gäller säkerställda obligationer och statsobligationer. Vidare visar studien att korrelationen mellan marknadslikviditeten i säkerställda obligationer och statsobligationer varit hög. I en senare analys från 2017 fokuserar Finansinspektionen istället på ett antal sårbarheter⁹², eller indikatorer, av mer strukturell natur, som i ett stressat läge bidrar till att försämma likviditeten på ränte- och valutamarknaderna. Aggregeringen av indikatorerna visar att sårbarheten när det gäller likviditeten på de finansiella marknaderna har ökat stadigt under de senaste åren. De faktorer som bidrar till den ökade sårbarheten enligt denna analys är de ökande kostnaderna för marknads-garanterna, det höga valutaswapp-priset, det omfattande utnyttjandet av Riksgäldens repofacilitet samt den höga andelen tänkbara säljare i den säkerställda marknaden. Finansinspektionen skriver också i sin senaste stabilitetsrapport att det finns tecken på att marknaderna saknar motståndskraft mot vissa störningar även om värdepappersmarknaderna fungerar väl.⁹³ Finansinspektionen tar bland annat upp att marknadsgaranternas användande av Riksgäldens repofacilitet har ökat markant under senare tid vilket tyder på att marknaden kan behöva ytterligare stöd för att hantera en ökad efterfrågan på säkra tillgångar vid påfrestningar. Det kan i sin tur bidra till ökad sårbarhet för försämrad likviditet. En annan aspekt som lyfts fram är att marknadsgaranternas kostnader för att ta på sig risker och finansiera sina handels-lager har ökat under senare år. De ökade kostnaderna kan göra det svårare för marknadsgaranterna att hantera stora flöden. En sammanvägning av samtliga sårbarhetsindikatorer indikerar enligt Finansinspektionen att likviditeten snabbt kan försämmas i samband med finansiell stress.

5.4.5 Vad säger aktörerna?

Ett alternativ eller komplement till de olika likviditetsmått som diskuterats ovan är att fråga marknadsaktörerna. Både Riksgälden och Riksbanken genomför enkätundersökningar riktade till marknadens aktörer där bland annat frågor om likviditet ingår.

⁹¹ Yieldpåverkan ska spegla den förändring av marknadsräntor som kan observeras mellan två transaktioner utförda samma dag i en obligation, det vill säga en form av djup i marknaden.

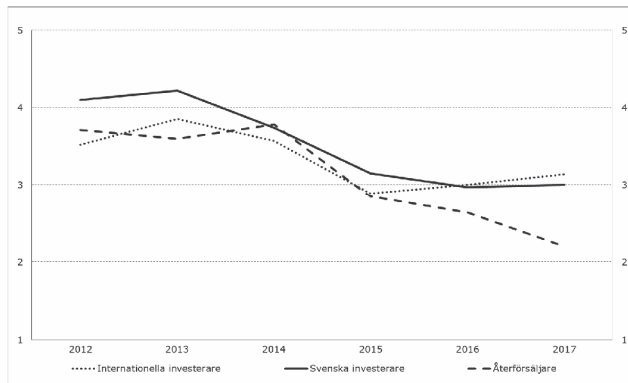
⁹² De indikatorer eller sårbarheter man undersöker är interbankspread, dollarfinansiering, investerarbas, bankers ägande av säkerställda obligationer, marknadsgaranternas kostnader från regler samt Riksgäldens repofacilitet.

⁹³ Finansinspektionen (2017) Stabiliteten i det finansiella systemet.

Riksgäldens marknadsundersökningar

I Riksgäldens enkät från 2017 anger marknadsaktörerna att likviditeten på den svenska statsobligationsmarknaden har försämrats.⁹⁴ Marknaden för nominella statsobligationer är den marknad där likviditeten har försämrats mest under de senaste sex åren. Som framgår av diagram 23 är det återförsäljarnas betyg som sjunkit mest. År 2014 gav återförsäljarna betyget 3,8 för likviditeten mätt som omsättning. År 2017 hade betyget sjunkit till 2,2.⁹⁵ Betyg under 3,0 är att betrakta som underkänt.

Diagram 23 Marknadsaktörernas bedömning av likviditeten på den svenska marknaden för nominella obligationer mätt som omsättning 2012–2017



Källa: Riksgälden (TNS SIFO Prospera)

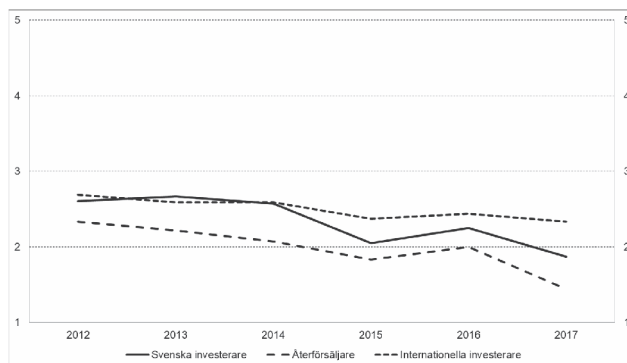
Även likviditeten för reala obligationer har minskat sedan 2012, om än från lägre nivåer. År 2017 gav samtliga marknadsaktörer ett lägre betyg än 3 vad gäller likviditeten på den reala obligationsmarknaden mätt som omsättning. Även när det gäller reala obligationer är det återförsäljarnas betyg som sjunkit mest, se diagram 24. Enligt Riksgälden är det dock inte lika oroande att likviditeten på

⁹⁴ Riksgälden (2018), Underlag för utvärdering, Statsskuldens förvaltning 2017 samt TNS SIFO Prospera.

⁹⁵ Riksgälden ställer även frågor om likviditeten mätt som spread (skillnad mellan köp- och säljpris) och pristransparens. Även enligt dessa mätt har likviditeten sjunkit sedan 2012. Ett undantag är likviditeten mätt som spread på marknaden för statskuldväxlar där betyget från svenska investerare och återförsäljare har pendlat mellan 2,5 och 3,0 mellan 2012 och 2017.

marknaden för reala obligationer sjunker eftersom efterfrågan på likviditet inte bedöms som lika stor.⁹⁶

Diagram 24 Marknadsaktörernas bedömning av likviditeten på den svenska marknaden för reala obligationer mätt som omsättning 2012–2017



Källa: Riksgälden (TNS SIFO Prospera)

Som orsak till den försämrade likviditeten anger aktörerna regleringar som påverkar återförsäljares möjlighet att ta risk samt Riksbankens köp av statsobligationer.

Riksbankens riskenkäter

Två gånger om året genomför Riksbanken en riskenkät som riktar sig till aktörer på de svenska ränte- och valutamarknaderna.⁹⁷ Bilden av en försämrad marknadslikviditet bekräftas i dessa undersökningar. I riskenkäten från våren 2017 anger en tredjedel av aktörerna att de svenska finansiella marknaderna fungerar dåligt eller mycket dåligt. En tredjedel anser att de fungerar bra, och ytterligare en tredjedel att de varken fungerar bra eller dåligt. Vidare anser en tredjedel av aktörerna att marknaden fungerar sämre än för sex månader sedan. Detta kan jämföras med riskenkäten från våren 2015 då drygt 40 procent av aktörerna ansåg att marknaderna fungerade bra medan en fjärdedel ansåg att de svenska finansiella marknaderna fungerar dåligt eller mycket dåligt. Aktörerna anger försämrad marknadslikviditet

⁹⁶ Uppfattningen är att de som köper realobligationer ofta är investerare som söker långsiktiga placeringar.
⁹⁷ Riksbanken (2017). Marknadsaktörers syn på risker och de svenska ränte- och valutamarknadernas funktionssätt, våren 2017. För 2017 har endast en enkät genomförts. Enligt Riksbanken beror det på att man håller på att se över formerna för riskenkäten. Riskenkäten från våren 2017 är således den senaste genomförda undersökningen. <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/nyheter-och-pressmeddelanden/nyheter/2017/riksbanken-ser-over-formerna-for-riskenkaten/>

som främsta orsak till att marknaderna fungerar sämre. I enkäten från våren 2017 ger drygt 50 procent av aktörerna betyget icke-godkänd när det gäller likviditeten för statsobligationer.⁹⁸ Detta kan jämföras med våren 2012 då endast ett fåtal procent ansåg att likviditeten var icke-godkänd. När det gäller likviditeten för repor med statspapper är det cirka 30 procent som anger att likviditeten på marknaden är dålig. Motsvarande siffra för våren 2012 är knappt tio procent. Dessa resultat stämmer ganska väl överens med resultaten från Riksgäldens enkät.

När aktörerna får frågan vad de anser ligger bakom den försämrade likviditeten nämner de även här dels olika finansiella regleringar såsom ökade kapitalkrav, dels Riksbankens obligationsköp. Det är framförallt aktörer på räntemarknaderna som upplever en försämrad likviditet.⁹⁹

5.4.6 Vad beror den försämrade likviditeten på?

Som redan nämnts lyfter marknadsaktörerna fram två orsaker bakom den minskande likviditeten, dels Riksbankens obligationsköp, dels finansiella regleringar. Riksgälden anger även minskande emissionsvolymen som ett ytterligare skäl.

Sedan 2015 har Riksbanken köpt statsobligationer i syfte att göra penningpolitiken mer expansiv genom att påverka både kortfristiga och långfristiga marknadsräntor, samt andra finansiella priser via olika kanaler. Under 2015 köpte Riksbanken statsobligationer för i genomsnitt tre miljarder kronor varje vecka.¹⁰⁰ Vid utgången av 2017 hade Riksbanken köpt statsobligationer till ett nominellt belopp om 304 miljarder kronor varav 267 miljarder kronor utgjordes av nominella obligationer. Riksbanken har också beslutat att återinvestera förfall till ett värde av 65 miljarder kronor från och med januari 2018. Eftersom det inte förfaller något under 2018 så betraktar man köpen som en återinvestering av medel som förfaller under 2019. När Riksbanken köper obligationer minskar den del av obligationsstocken som omsätts aktivt. Vid utgången av 2017 ägde Riksbanken 48 procent av den utestående stocken av obligationer med upp till 10 års löptid. Som framgick ovan har Riksbankens obligationsköp också kraftigt ökat behovet av marknadsvärdande repor i statsobligationer, se diagram 19.

Besluten om köp av statsobligationer fattas av Riksbankens direktion. Av protokollen från direktionens möten framgår att det har funnits olika uppfattningar bland direktionens ledamöter om och i vilken utsträckning köpen ska genomföras eller förlängas.¹⁰¹ Vid det penningpolitiska mötet i december 2017 menade en ledamot att

⁹⁸ Endast de aktörer som var aktiva i statsobligationer ingår i mätningen.

⁹⁹ Riksbanken (2017), Marknadsaktörers syn på risker och de svenska ränte- och valutamarknadernas funktionssätt, våren 2017.

¹⁰⁰ Riksbanken (2015) Den svenska finansmarknaden 2016.

¹⁰¹ Se bland annat protokollen från de penningpolitiska mötena från april och december 2017. På mötet i april var det tre ledamöter som inte ställde sig bakom beslutet att köpa statsobligationer. Motiven för reservanterna var att

det finns växande tecken på att statspappersmarknaden fungerar sämre. Som exempel nämndes att investerare uppger svårigheter att göra stora portföljförändringar samt att det finns tendenser till att indikativa priser och verkliga avslutspriser skiljer sig åt. Att vara investerare och inte kunna ändra sina innehav på ett effektivt sätt är avhållande för framtida marknadsnärvaro enligt ledamoten. I förlängningen skulle marknadsräntor kunna komma att stiga när eventuella Riksbanksobligationsköp sker, vilket skulle vara tvärtemot Riksbankens intentioner. Långvarig osäkerhet om hur Riksbanken hanterar kommande förfall skulle kunna riskera att försämra marknadsfunktionerna.¹⁰²

En annan förklaring till den försämrade likviditeten som ofta nämns av marknadsaktörerna är nya finansiella regleringar.¹⁰³ Enligt marknadsaktörerna har de nya regleringarna ökat kapitalkostnaderna för bankerna vilket påverkat deras vilja att agera marknadsgarant när det uppstår skillnad i utbud och efterfrågan på marknaden. Samtidigt finns det studier som hävdar att motståndskraften för obligationsmarknaderna har förbättrats tack vare de nya reglerna eftersom marknadsgaranternas motståndskraft ökat. Den ökade motståndskraften minskar risken att marknadslikviditeten ska försämrats kraftigt i ett stressat scenario.

Upplåningen i statsobligationer och realobligationer under 2017 var den lägsta på fem år till följd av det låga nettolånebehovet. Mellan 2016 och 2017 minskade obligationsupplåningen med 34 miljarder kronor.

5.4.7 ESV:s kommentarer

Likviditet är centralt för att statspappersmarknaden ska fungera. Enligt studier från Riksbanken och Finansinspektioner från senare år fungerar marknaden fortfarande tillfredsställande. Det finns dock flera indikatorer som pekar på en ökad sårbarhet inom likviditetsområdet på de finansiella marknaderna. I de marknadsundersökningar som genomförts av Riksbanken och Riksgälden under 2017 vittnar marknadsaktörerna om kraftigt försämrade likviditet på statspappersmarknaden. Mycket tyder på att nya finansiella regleringar har bidragit till att marknadsgaranternas vilja att ta risk och att ta hand om stora flöden har minskat. Riksbankens obligationsköp har därutöver kraftigt begränsat den del av stocken som är föremål för aktiv handel. Även Riksgäldens minskande emissionsvolym påverkar likviditeten negativt. Med sin marknadsvård försöker Riksgälden på olika sätt hantera situationen. Bland annat har Riksgäldens repofacilitet utökats kraftigt sedan 2015. Av marknadsundersökningarna är det tydligt att repofacilitet är mycket viktig och den får också ett högt

penningpolitiken i dagsläget är tillräckligt expansiv och ytterligare stimulanser troligen inte skulle kunna ge ett ännu starkare stöd till uppgången i inflationen.

¹⁰² Riksbanken (2017) Penningpolitisk protokoll 2017-12-19.

¹⁰³ Det är främst LCR-regleringen och ökade kapitalkrav som påverkar marknadsgaranterna. LCR (Liquidity Coverage Ratio), eller likviditetstäckningsgrad innebär att en bank ska ha tillräckligt med likvida tillgångar för att kunna möta sina kortsiktiga åtaganden under en "stressad" 30-dagarsperiod.

betyg av marknadsaktörerna. Frågan är dock vad som händer framgent. Riksbankens återköp av förfall av statsobligationer hänförliga till 2019 kommer att fortsätta under hela 2018 vilket gör att den del av stocken som är föremål för aktiv handel kommer att fortsätta krympa. I sin senaste prognos har Riksgälden dessutom reviderat ner nettolånebehovet för 2018 och 2019 med 60 respektive 50 miljarder kronor vilket kommer att minska tillgången på statsobligationer ytterligare. Riksgälden har kommunicerat till marknaden att repofaciliteten inte har några begränsningar och att priset står fast. Situationen måste ändå anses som så pass allvarlig att frågan om ytterligare åtgärder behöver vidtas måste ställas. Har Riksgälden det handlingsutrymme de behöver för att garantera en likvid marknad i nominella statsobligationer?

Frågan om staten ska ha möjlighet att överupplåna har tagits upp i flera utredningar. Bland annat analyserades frågan i statsskuldutredningen från 2014.¹⁰⁴ Utredningen föreslog att det ska vara möjligt för staten att överupplåna i syfte att upprätthålla den svenska statspappersmarknaden. Möjligheten att överupplåna skulle enligt utredningen framförallt ses som en försäkring för att staten ska ha goda möjligheter att låna i framtiden om behov skulle uppstå, men det skulle även komma det finansiella systemet till del. I en tidigare utvärdering av statsskultsförvaltningen förde ESV ett resonemang kring ett scenario där statsskulden minskade kraftigt och hur detta lämpligast skulle pareras.¹⁰⁵ Frågan om överupplåning kom upp även i den utvärderingen. ESV:s slutsats var att innan man diskuterar överupplåning bör man överväga att skära ner upplåningen i något skuldslag. Med en riktigt låg statsskuld är det troligen inte möjligt eller effektivt att ha för många upplåningskanaler utan fokus måste ligga på de viktigaste. Den viktigaste upplåningskanalen för Riksgälden är den nominella statsobligationsmarknaden.

Det finns paralleller i ovanstående resonemang till situationen i dag. Om likviditeten skulle minska ytterligare är frågan om det finns skäl att ha kvar samtliga skuldslag med nuvarande målandelar eller om något skuldslag kanske ska tillåtas minska eller avvecklas helt? Exempelvis har den utestående stocken av statsskuldväxlar halverats sedan 2013. Som bakgrund till gällande riktlinjer för realskulden skriver Riksgälden att "Realskulden bör vara tillräckligt stor för att möjliggöra likvid handel i realobligationer, men inte så stor att den tränger undan upplåning i nominella obligationer och försämrar likviditeten på den marknaden."¹⁰⁶ Frågan är om båda dessa villkor går att uppfylla fullt ut i nuvarande situation. En möjlig lösning skulle kunna vara att sänka målandelen för den reala skulden och samtidigt glesa ut emissionerna. Som framgår av resonemanget under avsnitt 4.2.1 har Riksgälden också konstaterat

¹⁰⁴ SOU 2014:8, Översyn av statsskuldspolitiken.

¹⁰⁵ Extern granskning av statsskuldspolitiken 2010 och 2011 i Skr. 2011/12:104, Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2007–2011.

¹⁰⁶ Riksgälden (2017) Underlag för utvärdering, Statsskulden förvaltning 2016.

att kostnadsfördelen med reala obligationer bedöms ha minskat till följd av minskade inflationsförväntningar. Det skulle vara ytterligare ett argument för att se över storleken på den reala skulden.

Skr. 2017/18:104
Bilaga 1

RIKSGÄLDENS TILLÄMPNING

Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning

Ekonomistyrningsverket (ESV) har i regleringsbrevet för 2017 och 2018 fått i uppdrag att genomföra en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning. Utvärderingen är avsedd att finnas med som bilaga till regeringens skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017. Enligt budgetlagen ska skrivelsen överlämnas till riksdagen vartannat år, vilket nästa gång är senast den 25 april 2018.

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

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under åren 2013–2017 har varit utformade i enlighet med det statsskuldpolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldpolitiska målet.

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

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

Avrapportering

Uppdraget ska redovisas senast den 14 mars 2018 i form av en skriftlig rapport till regeringen.

Processen för statsskuldförvaltningen

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

BILAGA 1 - UPPDRAGSBESKRIVNING

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

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



ESV gör Sverige rikare

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

Ekonomistyrningsverket

Drottninggatan 89
Box 45316
104 30 Stockholm

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

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 19 april 2018

Närvarande: statsminister Löfven, ordförande, och statsråden Lövin, Y Johansson, M Johansson, Baylan, Hallengren, Bucht, Hultqvist, Hellmark Knutsson, Bolund, Damberg, Bah Kuhnke, Strandhäll, Shekarabi, Fridolin, Eriksson, Linde, Skog, Ekström, Fritzon, Eneroth

Föredragande: statsrådet Bolund

Regeringen beslutar skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017

