

Rapport

Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015



EKONOMISTYRNINGSVERKET

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

Datum: 2016-03-11

Dnr: 2.5.1-808/2015

ESV-nr: 2016:28

Copyright: ESV

Rapportansvarig: Jörgen Appelgren

Förord

Uppdraget

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

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

Uppdragsbeskrivningen i sin helhet återfinns i bilaga 1.

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

Sammanfattning

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

Ändrad styrning av valutaskulden

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

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

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

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

Minskat mandat att ta positioner i utländsk valuta

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

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

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

Nya beräkningsmetoder för löptider och andelar

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

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

Låga räntors betydelse för statsskuldshöjningen

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

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

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

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

Upplåning via premieobligationer

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

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

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

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

Riksgäldens tillämpning

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

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

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

Riksgäldens process för förvaltning och betalning av statsskulden

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

² Underlag för utvärdering – statsskuldens förvaltning 2014 sid 3.

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

Innehåll

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

1 Bakgrund

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

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

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

Tabell 1. Statsfinanserna i några utvalda länder och regioner

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

Källa: OECD Economic Outlook, november 2015.

*Bruttonskuld.

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

1.1 Låga räntor sänker kostnaderna för statsskulden

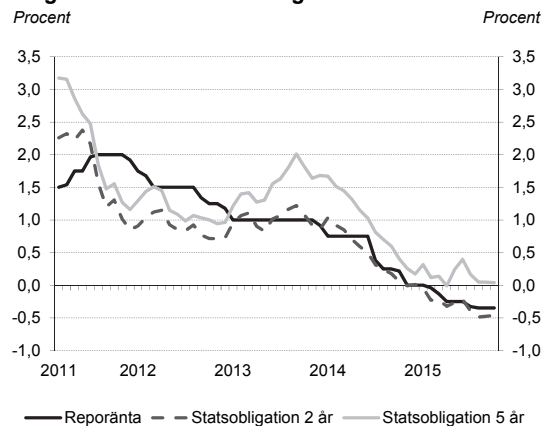
I spåret av finans- och eurokrisen har räntenivån sjunkit till historiskt låga nivåer både internationellt och i Sverige. Under 2015 sänkte Riksbanken reporäntan till under noll och har i likhet med flera andra centralbanker köpt statsobligationer för att trycka ned längre räntor. Den tvååriga statsobligationsräntan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

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

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

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

Diagram 1. Ränteutveckling



Källa: Riksbanken

⁴ Under 2014 bidrog överkurser vid emissioner och valutavinster till att sänka statsskuld räntan på anslaget med 21,7 miljarder kronor.

2 Regeringens riktlinjeändringar för statsskuldens förvaltning

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

2.1 Ändrad styrning av valutaskulden

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

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

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

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

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

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

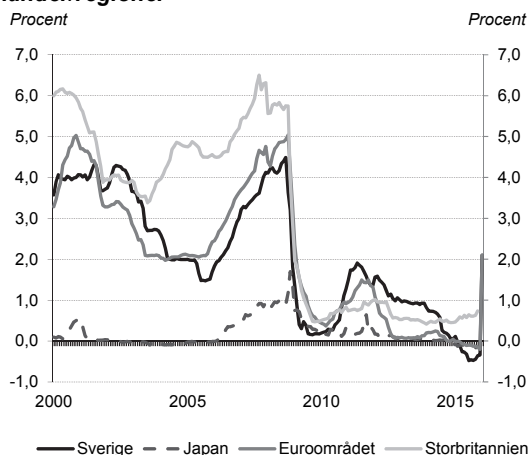
Mot bakgrund av att valutaexponeringen inte bedöms generera en lägre förväntad kostnad samtidigt som räntekostnaderna varierar mer på grund av växelkursrörelserna delar ESV synen att det finns ringa anledning att ha en stor valutaexponering. Man kan i sammanhanget konstatera att det är få andra länder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

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

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

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

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



Källa: Riksbanken

2.2 Ändrat riktvärde för obligationer med löptid över tolv år

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

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

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

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

2.3 Minskat mandat att ta positioner i utländsk valuta

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

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

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

⁷ OECD central government debt.

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

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

¹⁰ Möte med Hans Lindblad Riksgälden, 19 februari 2016.

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

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

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

Tabell 2. Resultat för positionstagningen

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

Källa: Riksgälden

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

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

I slutändan är det regeringens ansvar att göra en

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

2.4 Nya beräkningsmetoder för löptid och andelar

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

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

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

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

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

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

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

2.5 Övrigt

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

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

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

2.6 Långsiktig utveckling av regeringens riktlinjer

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

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

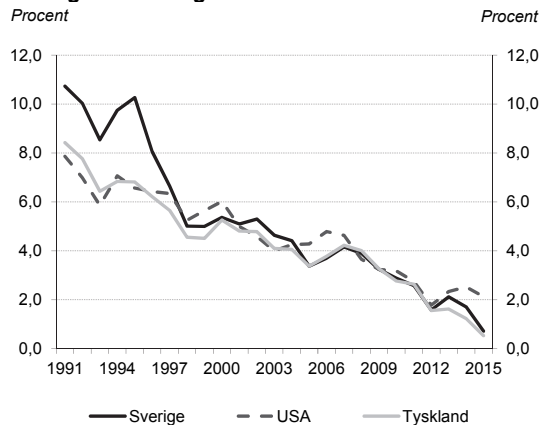
¹¹ Regeringens skrivelse 2009/10:104.

3 Låga räntors betydelse för statsskuldsförvaltningen

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

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

Diagram 3. Kraftiga räntenedgångar, 10-åriga statsobligationer

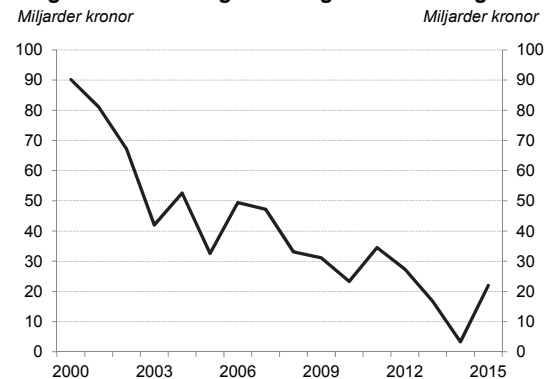


Källa: Riksbanken

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

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

Diagram 4. Ränteutgifter enligt statens budget



Källa: ESV

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

¹² Riksbanken ersätter Riksgälden för alla kostnader för upplåningen.

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

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

3.1 Vad är en normal ränta?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.1.1 Några bedömares syn på framtida räntor

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

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

3.2 Premieobligationers bidrag till kostnadsminimering

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

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

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

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

Tabell 3. Besparing genom premieobligationsupplåning
Miljoner kronor

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

Källa: Riksgälden, Underlag för utvärdering, Statsskuldens förvaltning 2015

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

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

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

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

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

4 Riksgäldens tillämpning

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

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

4.1 Statsskuldens sammansättning och löptid

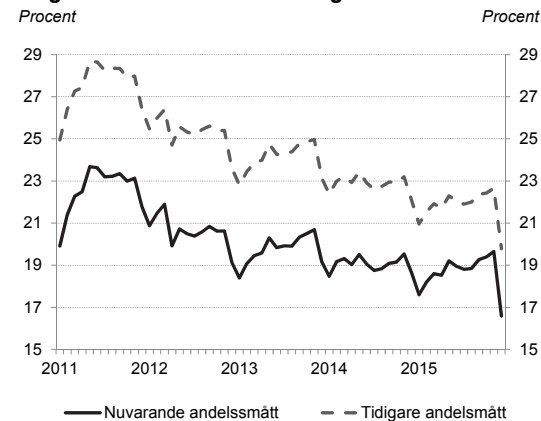
Under perioden 2014-2015 låg den reala skuldens andel hela tiden under målnivån på 25 respektive 20 procent. Andelen på 20 procent ska uppnås på lång sikt och inte nödvändigtvis varje år. De senaste åren har andelen trendmässigt minskat. Avvikelsen från målet var inte markant förutom vid utgången av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

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

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

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

Diagram 5. Andelen reala obligationer



Källa: Riksgälden

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

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

¹⁶ Riksgälden Underlag för utvärdering Statsskuldens förvaltning 2015.

¹⁷ Möte med Penningmarknadsrådet 2 februari 2016.

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

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

4.2 Marknadsvård

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

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

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

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

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

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

Tabell 4. Riksgälden jämfört med andra skuldkontor

Procent

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

Källa: TSN SIFO Prospera, Förtroendet för Riksgälden 2015

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

¹⁸ Möte med Penningmarknadsrådet 2 februari 2016.

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

²⁰ Möte med Penningmarknadsrådet 2 februari 2016.

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

5 Riksgäldens upplåningsprocess

5.1 Inledning och avgränsning

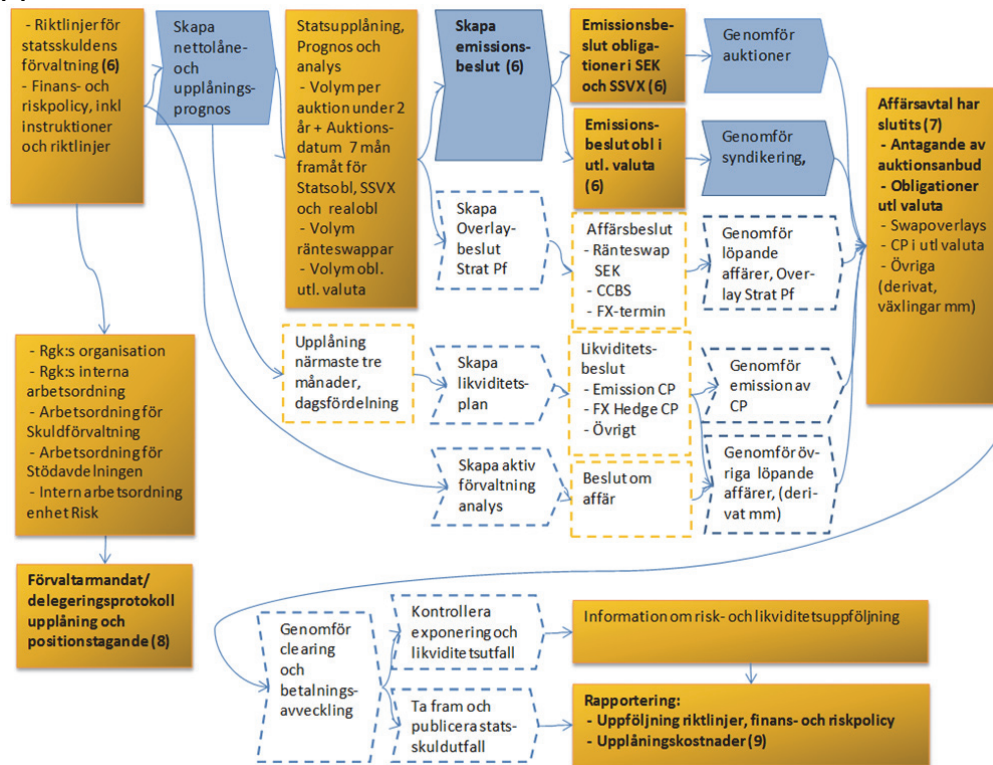
Som en del av utvärderingen har ESV granskat processen Förvaltning och betalning av statskulden, som regleras i Riksgäldens Finans- och riskpolicy. Granskningen har fokuserat på:

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

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

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

Figur 1



6 Kriterier och underlag för upplåningsbeslut

6.1 Observationer

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

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

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

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

Information som underlag för emissionsbeslut

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

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

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

Beslut om auktioner av statspapper i svenska kronor

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

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

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

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

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

Beslut om antagande av anbud i auktioner

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

Beslut att emittera obligationer i utländsk valuta

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

6.2 Bedömning

Information som underlag för emissionsbeslut

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

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

²³ Kreditanstalt für Wiederaufbau, tysk statsstödd utvecklingsbank.

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

Beslut om auktioner av statspapper i svenska kronor

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

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

Beslut om antagande av anbud i auktioner

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

Beslut att emittera obligationer i utländsk valuta

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

7 Dokumentation av upplåningsbeslut

7.1 Observationer

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

7.2 Bedömning

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

8 Delegering av upplånings- och positionsmandat

8.1 Observationer

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

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

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

8.2 Bedömning

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

9 Uppföljning av kostnadsmålet

9.1 Utgångspunkter

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

9.2 Beräkning av statens upplåningskostnad

9.2.1 Observationer

Riksgälden redovisar tre mått på upplåningskostnaden.²⁴

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

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

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

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

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

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

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

²⁵ Ränteskillnaden mellan nominella och reala statsobligationer med samma löptid.

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

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

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

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

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

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

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

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

9.2.2 Bedömning

I skuldförvaltningen behöver upplåningskostnaderna mätas som underlag för att:

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

a) Kostnadsmätning för att utvärdera Riksgäldens övergripande mål

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

c) Rapportering

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

9.3 Utvärdering av statens upplåningskostnad

9.3.1 Observation

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

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

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

9.3.2 Bedömning

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

²⁹ Underlag för utvärdering – statsskuldens förvaltning 2014 sid 3.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

a) Utgångspunkter

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

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

b) Avgränsningar

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

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

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

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

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

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

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

c) Tillämpningar

Jämförelser mot riktmärkesportföljer, eller benchmarksportföljer, inom finansiell verksamhet

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

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

Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning

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

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

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

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

Granskningsuppdragen

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

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

Avrapportering

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

Processen för statsskuldförvaltningen

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

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

Generellt syftar utvärderingsarbetet till att ge en samlad bedömning av hur statsskuldsförvaltningen har bedrivits, bl.a. vilka strategiska överväganden som legat bakom riktlinjebeslutet sett i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Utvärderingen och de framåtblickande analysuppdragen ska också vara en vägledning inför framtida beslut om statsskuldspolitiken.

ESV gör Sverige rikare

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