

Regeringsuppdrag

Rapport

Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2009–2013

2014:15

The logo consists of the lowercase letters 'esv' in a green, sans-serif font. The 'e' and 's' are connected, and the 'v' is separate.

EKONOMISTYRNINGSVERKET

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

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

Datum: 2014-02-27

Dnr: 3.10-260/2014

ESV-nr: 2014:15

Copyright: ESV

Rapportansvarig: Jörgen Appelgren

Förord

Uppdraget

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

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

Uppdragsbeskrivningen i sin helhet återfinns i bilaga 1.

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

Innehåll

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

1 Sammanfattning

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

Högt pris på att minska refinansieringsrisken

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

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

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

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

Minskat risktagande

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

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

Ändrad styrning av andelen valutalån

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

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

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

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

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

Riksgäldens tillämpning

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

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

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

Kostnaden för extern förvaltning

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

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

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

2 Yttre ram

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

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

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

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

Tabell 1. Statsfinanserna i några utvalda länder och regioner

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

Källa: OECD Economic Outlook, december 2013. *Bruttoskuld

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

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

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

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

3 Regeringens riktlinjeändringar för stats- skuldens förvaltning

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

3.1 Ändrat riktvärde för riktigt långa statsobligationer

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

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

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

² Riktlinjer för statskuldens förvaltning 2013.

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

Tabell 2. Merkostnad under lånens löptid, miljoner kronor

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

Källa: Egna beräkningar

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.2 Ökad uppmärksamhet på refinansieringsrisken

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.3 Löptiden – ökad flexibilitet

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

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

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

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

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

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

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

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

3.4 Minskat mandat för strategiska positioner

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.5 Positionstagandets mandat regleras av regeringen

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

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

3.6 Ökad tydlighet

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

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

3.7 Slutsatser

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

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

¹³ Skr. 2009/10:104.

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

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

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

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

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

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

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

4 Valutaskuldens andel

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

4.1 Bakgrund

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

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

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

¹⁵ Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2013, sid 19.

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

4.2 Ny syn på kostnadsfördelarna

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

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

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

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

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

¹⁷ Statsskuldens förvaltning, Förslag till riktlinjer 2014-2017.

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

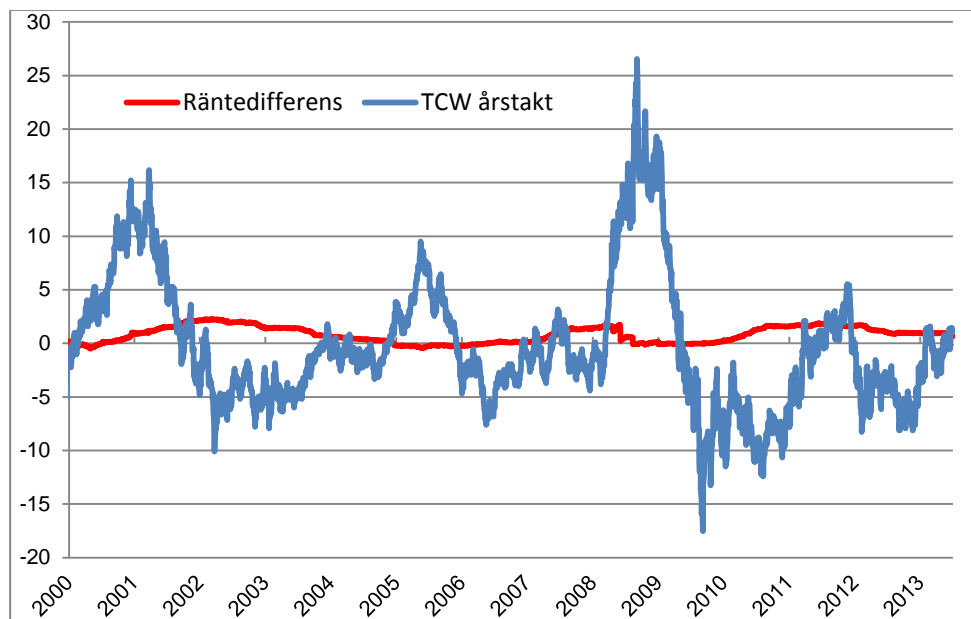
vara. Av beredskapsskäl, för att kunna hantera en plötslig kraftig uppgång i statens lånebehov, är det viktigt att behålla viss kompetens hos Riksgälden. Det är vidare viktigt att upprätthålla investerarkontakter och tillgång till de internationella kapitalmarknaderna (regeringens punkt 4 och 5). Det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

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

4.3 Valutarörelser dominerar

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

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

Diagram 1. Räntedifferens och valutautveckling (årstakt)

Källa: Makrobond

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

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

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

Källa: Riksgälden, Riksbanken och egna beräkningar

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

²¹ Mätt på genomsnittskurserna i december 2008 och december 2013.

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

4.4 Principiell diskussion

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

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

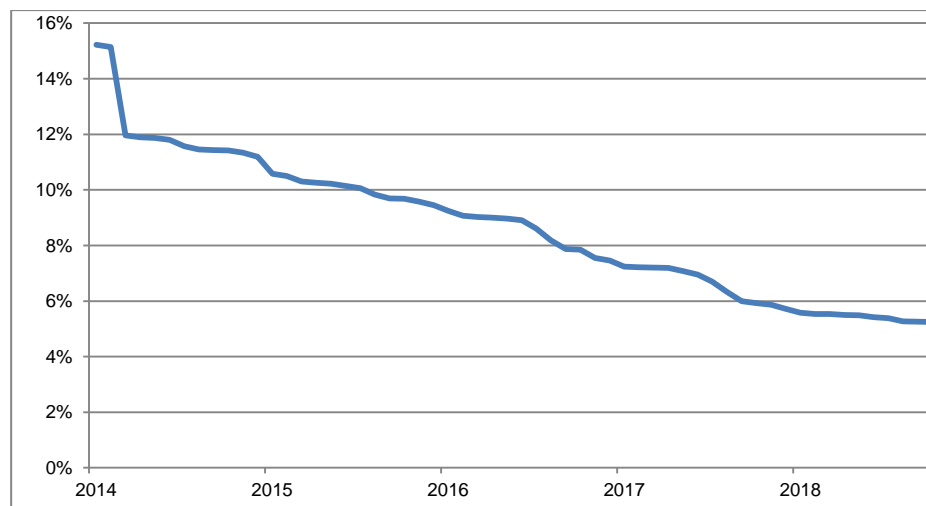
Riktlinjen att valutaandelen ska uppgå till 15 procent innebär att regeringen har beslutat att staten löpande ska ta en viss valutarisk. Förhoppningen är att detta sammantaget ska generera en kostnadsbesparing över tid samtidigt som det medför en diversifieringseffekt. Eftersom växelkursrisken varierar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

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

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

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

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



Källa: Riksgälden

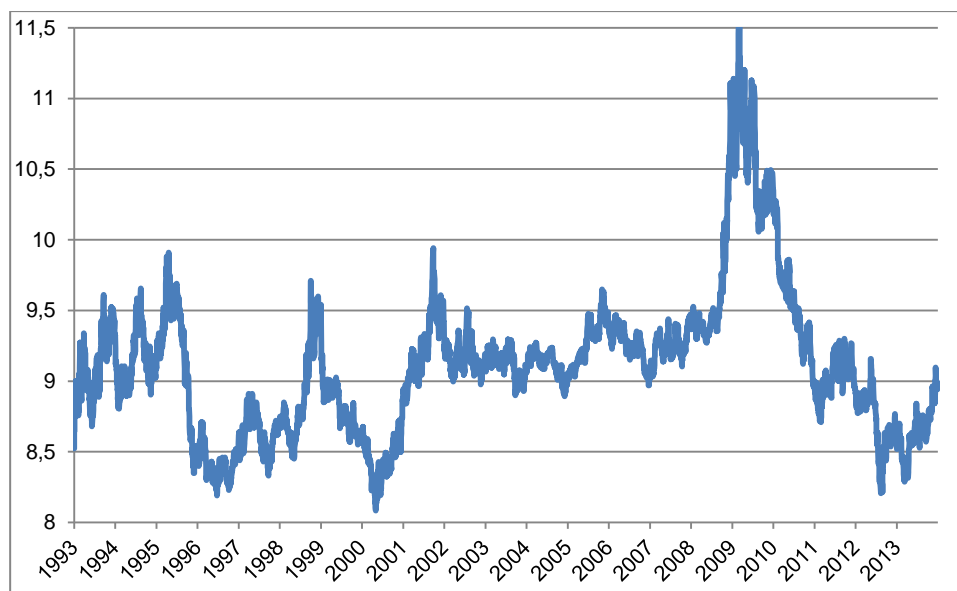
Om valutaandelen ska bestämmas utifrån Riksgäldens bedömning av hur den förväntade kostnadsutvecklingen ser ut skulle det teoretiskt kunna komma att innebära en aktivare hållning jämfört med dagens system. Eftersom kronans utveckling blir den viktigaste faktorn i bedömningen av den förväntade vinsten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

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

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

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

Diagram 3. Valutautveckling, EUR/SEK



Källa: Makrobond

4.5 Verklighetsbaserad diskussion

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

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

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

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

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

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

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

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

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

²³ Statsskuldens förvaltning – Förslag till riktlinjer 2014-2017.

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

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

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

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

4.6 Flexibilitet och kostnadsminimering

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

²⁴ Telefonintervju med Magdalena Belin på Riksgälden 27 januari 2014.

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

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

4.7 Slutsatser

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5 Riksgäldens tillämpning

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

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

5.1 Statsskuldens sammansättning och löptid

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

²⁷ Möte med Penningmarknadsrådet den 30 januari 2014.

5.2 Marknadsvård

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

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

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

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

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

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

²⁹ Enskilda möten med marknadsaktörer.

³⁰ OECD Central Government Debt Statistics 2012.

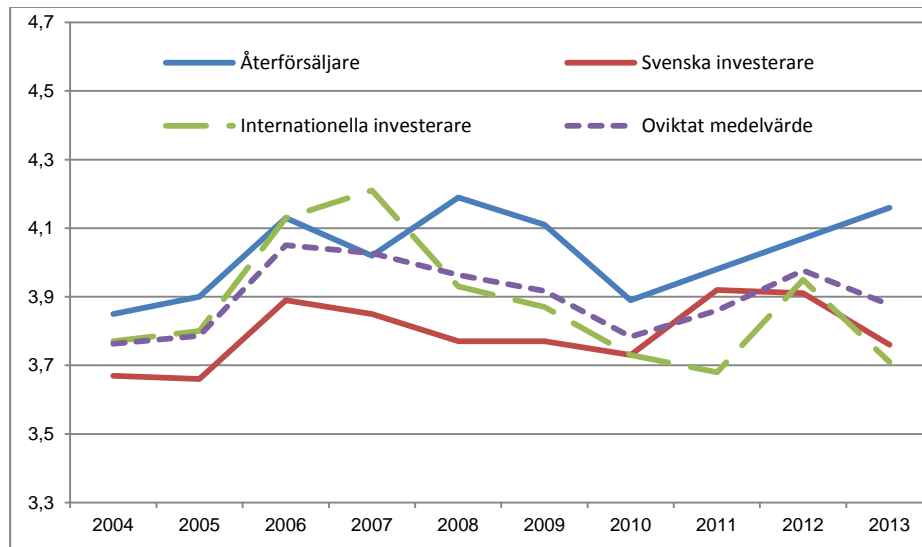
heter jämfört med 2011. På en punkt, förmågan att fatta snabba beslut, hade Riksgälden tydligt försämrat sin position i jämförelse med andra skuldkontor.

Tabell 4. Riksgälden jämfört med andra statliga skuldkontor, procent

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

Källa: TSN SIFO Prospera

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

Diagram 4. Viktat profilvärde

Källa: TSN SIFO Prospera

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

5.3 Slutsatser

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

6 Kostnaden för extern förvaltning

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

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

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

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

6.1 Nuvarande upplägg

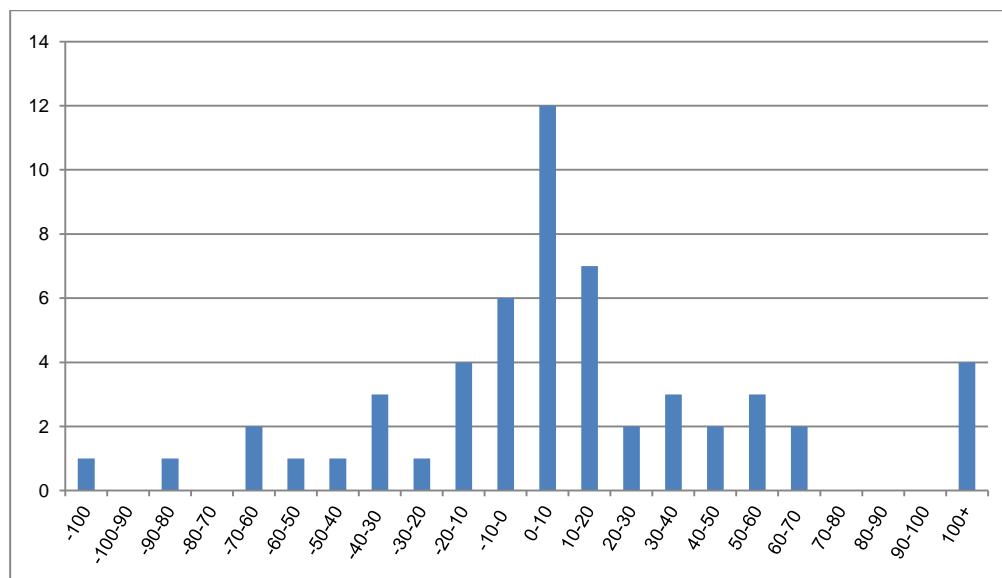
Riksgäldens styrelse har beslutat att vid varje enskilt tillfälle ska kontoret anlita 3-6 externa förvaltare. Totalt kan Riksgälden under det av regeringen givna riskmandatet lägga ut en fiktiv portfölj på 40 miljarder kronor. En extern förvaltare får vanligen initialt en fiktiv portfölj motsvarande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

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

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

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

Diagram 5. De externa förvaltarnas utfall 2003-2012



Källa: Riksgälden

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

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

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

6.2 Allmänt om kostnader för extern förvaltning

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

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

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

6.3 Utvärdering av Riksgäldens kostnader

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

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

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

³⁵ Intervju med Lars Eriksson. IPM 18 december 2013.

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

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

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

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

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

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

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

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

6.4 Alternativa vägar att sänka den rörliga ersättningen

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

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

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

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

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

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

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

6.5 Slutsatser

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

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

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

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

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

Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning

Ekonomistyrningsverket har i regleringsbrevet för 2013 fått i uppdrag att genomföra en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning för perioden 2009–2013. Statsskuldskörelsen utvärderas vartannat år i en skrivelse till riksdagen. Regeringen har för avsikt att bilägga myndighetens utvärdering till skrivelsen Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2009–2013, vilken ska lämnas till riksdagen senast den 25 april 2014.

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

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

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

Granskningsuppdragen

Regeringens riktlinjebeslut, Riksgäldskontorets strategiska beslut och förvaltning utvärderas över rullande femårsperioder. Kommande utvärdering avser åren 2009–2013. Då åren 2009–2011 utvärderats tidigare bör granskningen framförallt fokusera på åren 2012 och 2013.

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

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

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

Avrapportering

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

ESV gör Sverige rikare

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