

Regeringsuppdrag

Rapport

Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017



EKONOMISTYRNINGSVERKET

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

Datum: 2018-03-14

Dnr: 2018-00212

ESV-nr: 2018:29

Copyright: ESV

Rapportansvarig: Anna Hansson

Förord

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

Granskningens inriktning kan sammanfattas i två punkter:

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

Enligt uppdragsbeskrivningen är Ekonomistyrningsverket oförhindrat att utvärdera även andra frågeställningar.

Uppdragsbeskrivningen i sin helhet återfinns i bilaga 1.

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

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

Stockholm den 14 mars 2018

Clas Olsson

Anna Hansson

Innehåll

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

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

1 Sammanfattning

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

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

Välskötta offentliga finanser

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

Statsskuldens utveckling

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

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

Regeringens riktlinjeändringar

Längre löptider och bredare intervall

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

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

Oförändrad sammansättning av skulden

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

Valutaskulden

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

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

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

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

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

Positionstagandet

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

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

Premieobligationsupplåningen

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

Riksgäldens tillämpning

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

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

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

Riksgälden föreslår ett nytt kostnadsmått

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

2 Bakgrund

I budgetlagen anges det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen vilket är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risk.

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

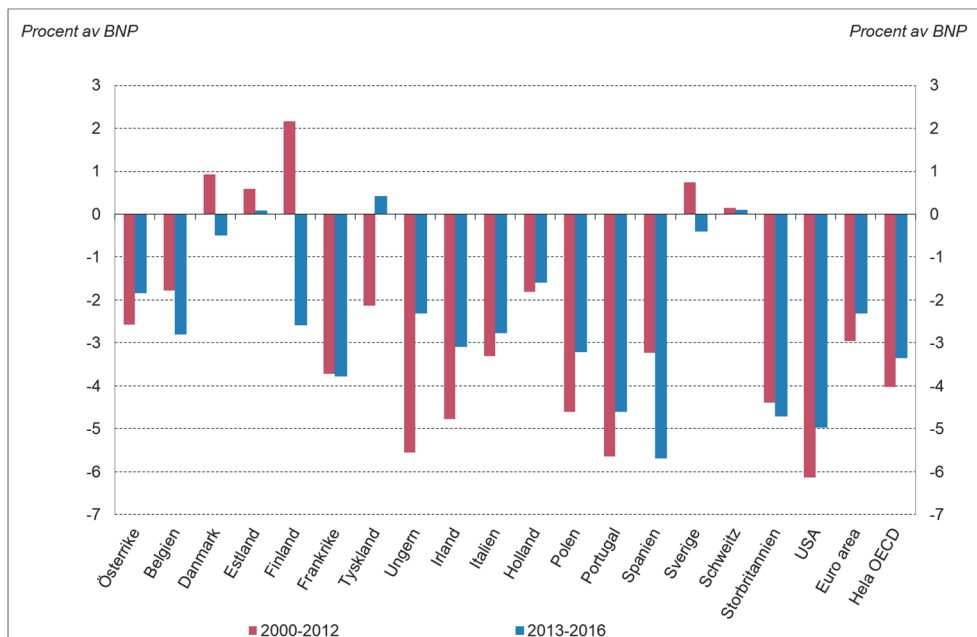
2.1 De offentliga finanserna internationellt

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

¹ 5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203).

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

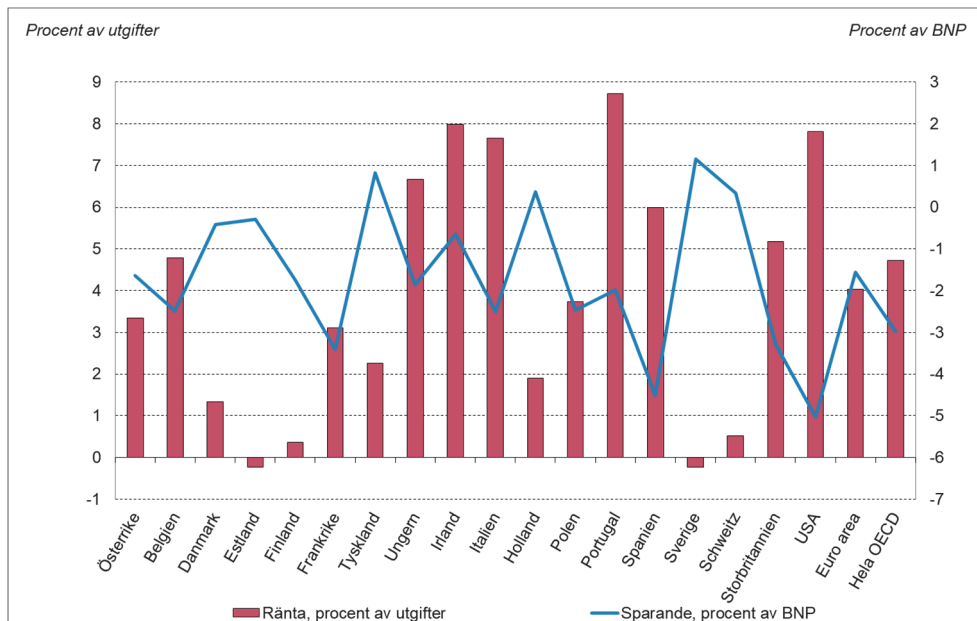
Diagram 1 Medelvärde av finansiellt sparande under perioden 2000–2012 och 2013–2016



Källa: OECD

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

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

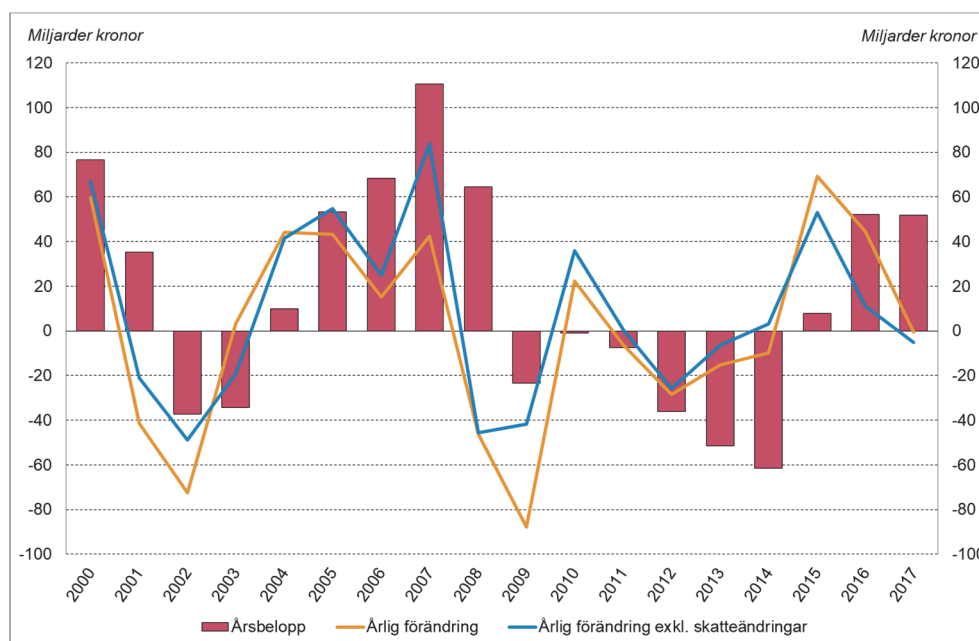


Källa: OECD

2.2 De offentliga finanserna i Sverige

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

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

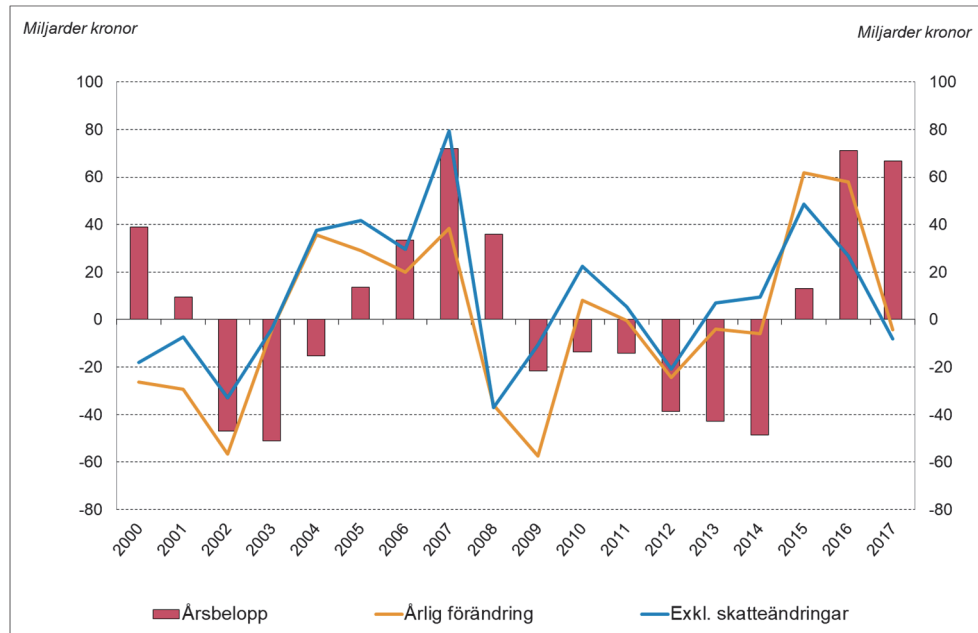


Källa: SCB

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

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

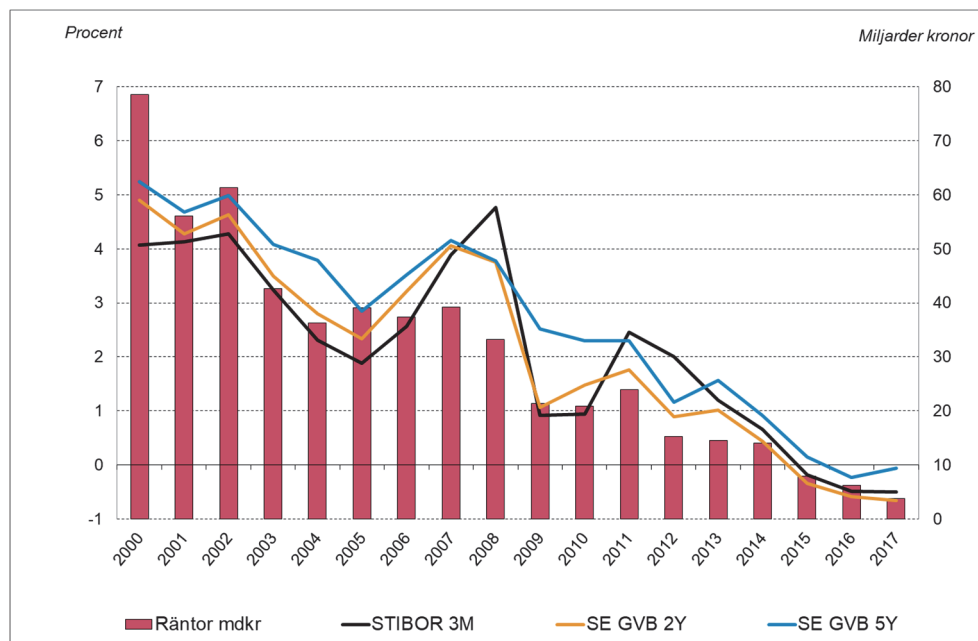
Diagram 4 Statens finansiella sparande samt årlig förändring inklusive och exklusive skatteändringar



Källa: SCB

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

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



Källa: Riksbanken och SCB

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

3 Statsskuldens utveckling

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

Det finns flera olika skuldbegrepp

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

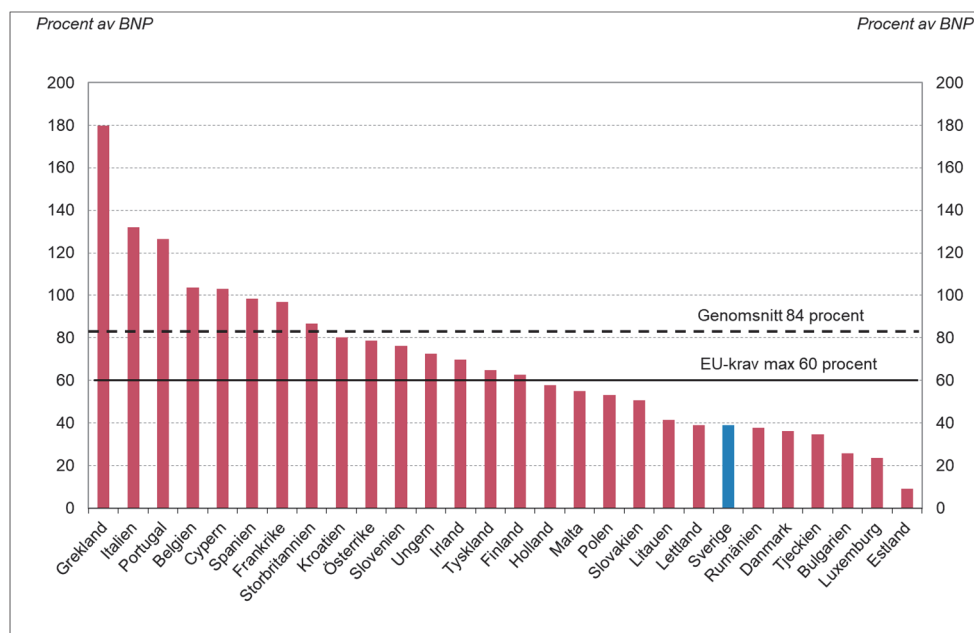
I begreppet *konsoliderad statsskuld* har statliga myndigheters innehav av statspapper räknats bort från den okonsoliderade statsskulden. Det visar den egentliga statliga skuldsättningen och används bland annat i budgetpropositionen, i ESV:s prognoser och i detta avsnitt. Skillnaden mellan den konsoliderade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

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

3.1 Maastrichtskulden

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

Diagram 6 EU-ländernas Maastrichtskuld 2017

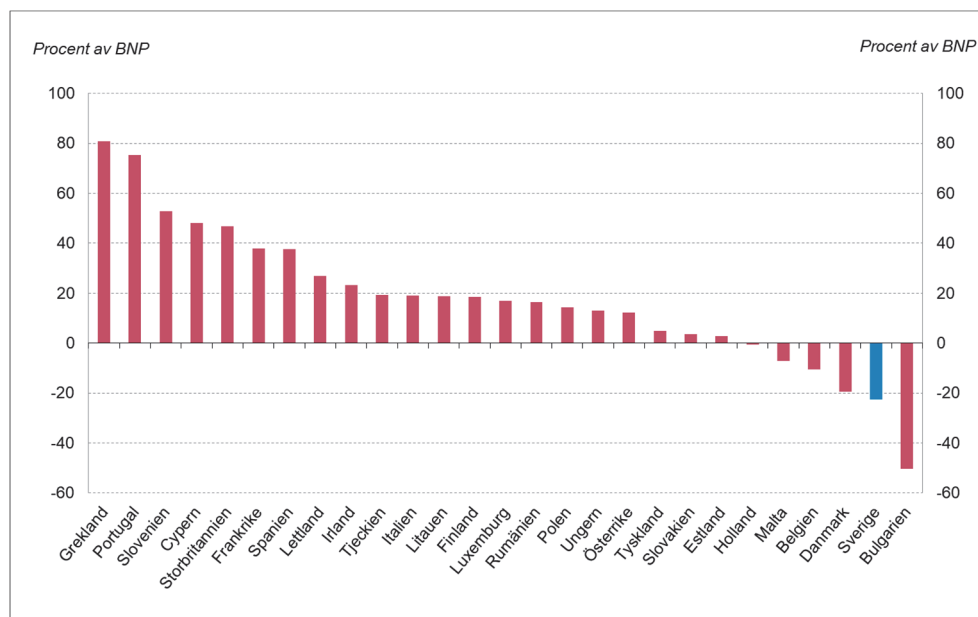


Källa: Eurostat

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

⁴ Enligt EU-kommissionens höstprognos 2017.

Diagram 7 EU-ländernas förändring av Maastrichtskulden 1999–2017



Källa: Eurostat

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

3.2 Statsskulden⁵

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

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

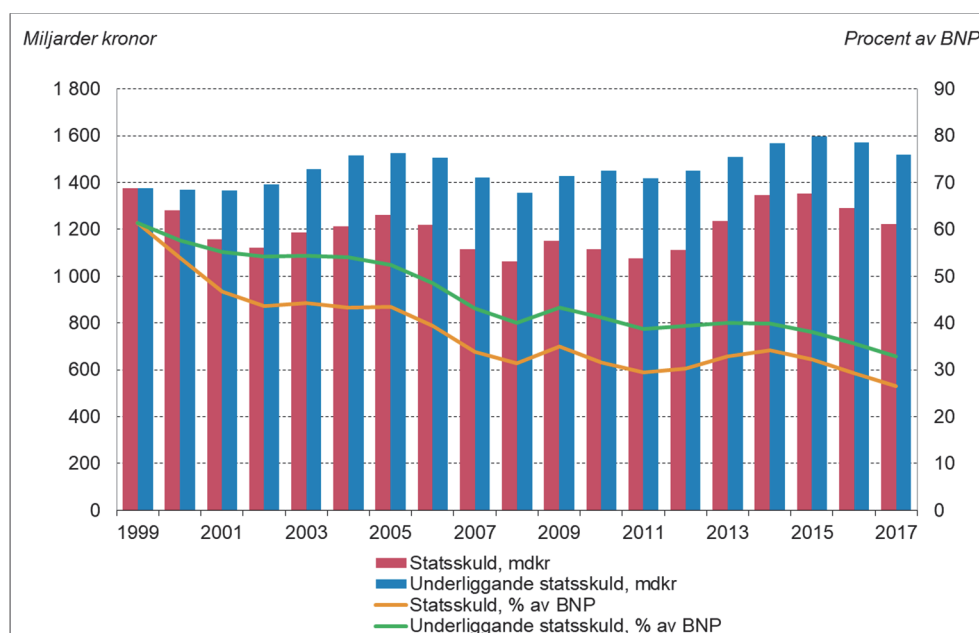
⁶ Alla belopp avseende 2017 enligt ESV:s novemberprognos 2017.

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

⁸ Med utfallssiffror för 2017 blir skillnaden 109 miljarder kronor.

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

Diagram 8 Statsskuld och underliggande statsskuld 1999–2017



Källa: ESV och Riksgälden

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

Tabell 1 Statsskuldens förändring 1999–2017

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

Källa: ESV och Riksgälden

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

3.3 Engångseffekter som påverkat statsskulden

3.3.1 Försäljning av statlig egendom

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

3.3.2 Överföring av tillgångar från Ålderspensionssystemet

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

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

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

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

3.3.3 Lån till Riksbanken

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

3.3.4 Övriga engångseffekter för statsskulden

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

Övriga engångseffekter för budgetsaldot

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

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

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

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

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

Skulddispositioner m.m.

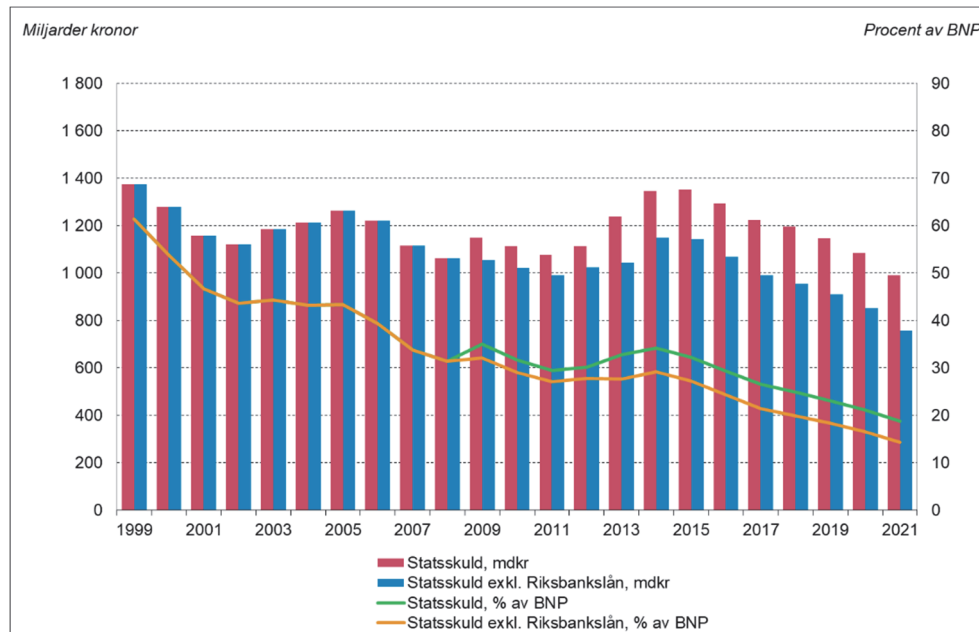
I begreppet skulddispositioner m.m. ingår poster som påverkar statsskulden men inte via budgetsaldot. Här ingår förändringen av orealiserade valutakursdifferenser på skulden i utländsk valuta och omvärdering av inflationskompensationen för realobligationer. En annan post som redovisas här är förändringen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

3.4 Statsskulden och Riksbankslånet

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

¹⁶ I nominella termer.

Diagram 9 Statsskuld och statsskuld exklusive Riksbankslån 1999–2017



Källa: ESV och Riksgälden

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

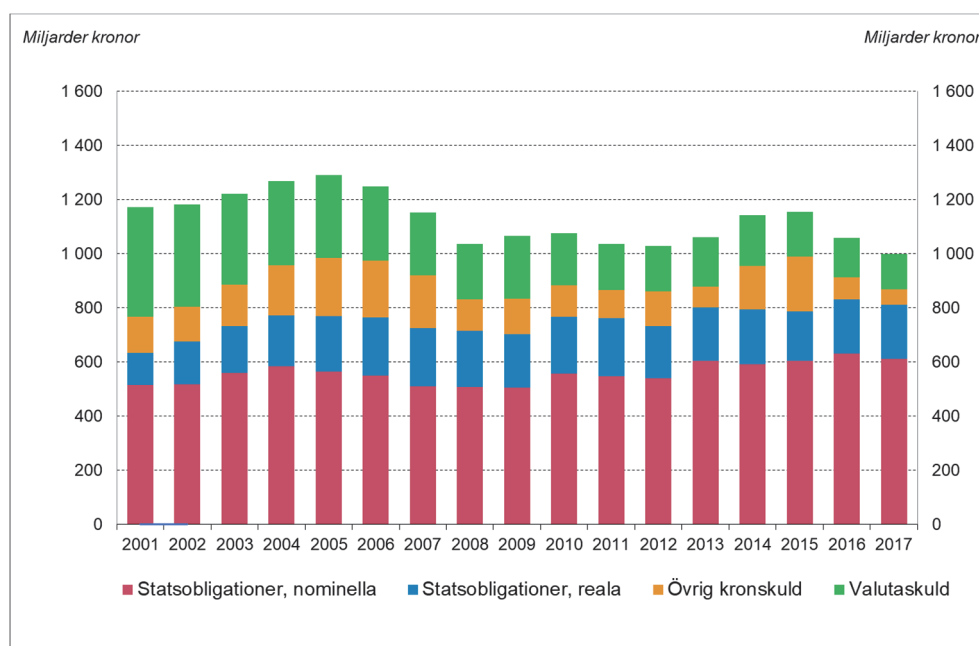
Riksbankens fortsatta lån i Riksgälden utreds för närvarande av Riksbankskommittén som 2019 ska komma med förslag på lagstiftning om på vilka villkor Riksbanken får förstärka valutareserven genom lån av Riksgälden. Även om beslut skulle komma som innebär en minskning eller avveckling av lånen så minskar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

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

3.5 Finansiering av statskulden¹⁸

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

Diagram 10 Statsskulden fördelad på skuldinstrument 2001–2017



Källa: Riksgälden

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

4 Regeringens riktlinjeändringar

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

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

4.1 Förändringar i statsskuldens löptid 2016–2017

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

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

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

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

²¹ Regeringskansliet (2016) Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2017.

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

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

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

Tabell 2 Riktlinjer för löptider i statsskulden 2013–2017

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

Källa: Regeringen

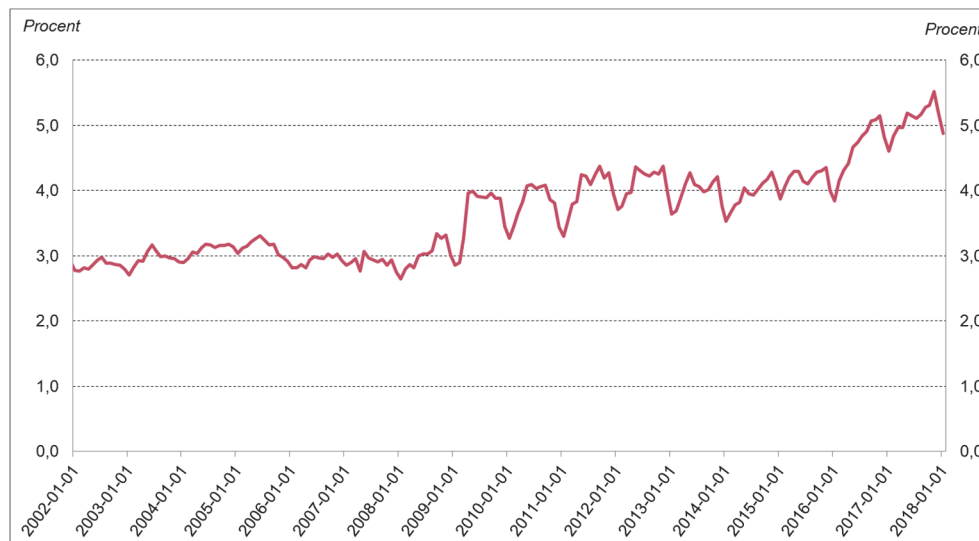
Anm. Skuggade rutor innebär att det skett en förändring från föregående år.

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

²³ Regeringskansliet (2017) Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2018.

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

Diagram 11 Durationen i nominell kronskuld 2001–2017



Källa: Riksgälden

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

4.1.1 Bakgrunden till förlängda löptider

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

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

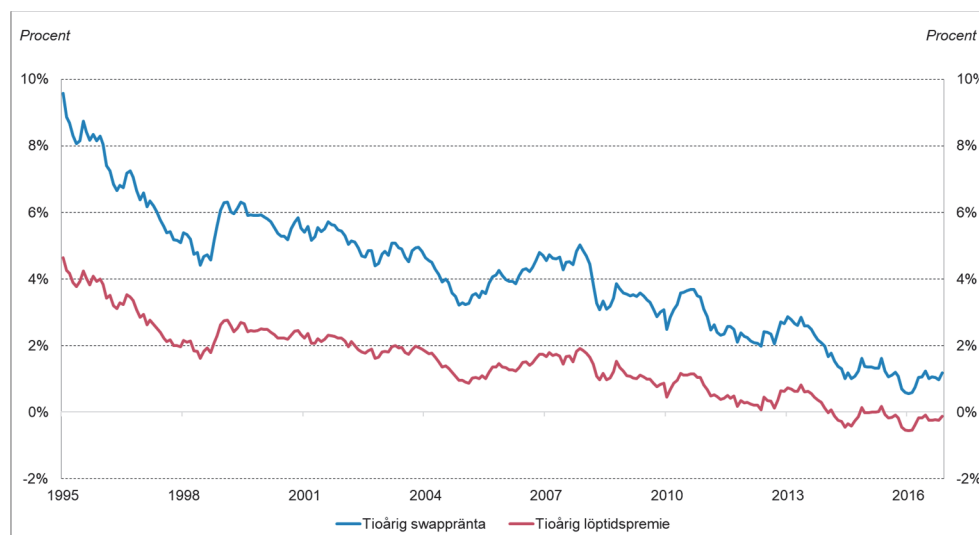
²⁵ För en mer utvecklad beskrivning av löptidspremier se Riksgälden (2015) Statsskuldens löptid.

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

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

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

Diagram 12 Svensk tioårig swappränta och löptidspremie



Källa: Riksgälden

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

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

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

4.1.2 Bredare löptidsintervall

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.1.3 Användningen av ränteswappar

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

4.1.4 ESV:s kommentarer

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

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

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

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

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

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

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

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

Källa: Riksgälden

4.2 Statsskuldens sammansättning förändras inte

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

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

³⁴ Regeringskansliet (2016) Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016.

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

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

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

4.2.1 Särskilt om andelen real kronskuld

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

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

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

³⁶ Regeringskansliet (2014) Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2015.

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

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

³⁹ Regeringskansliet (2016) Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2017.

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

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

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

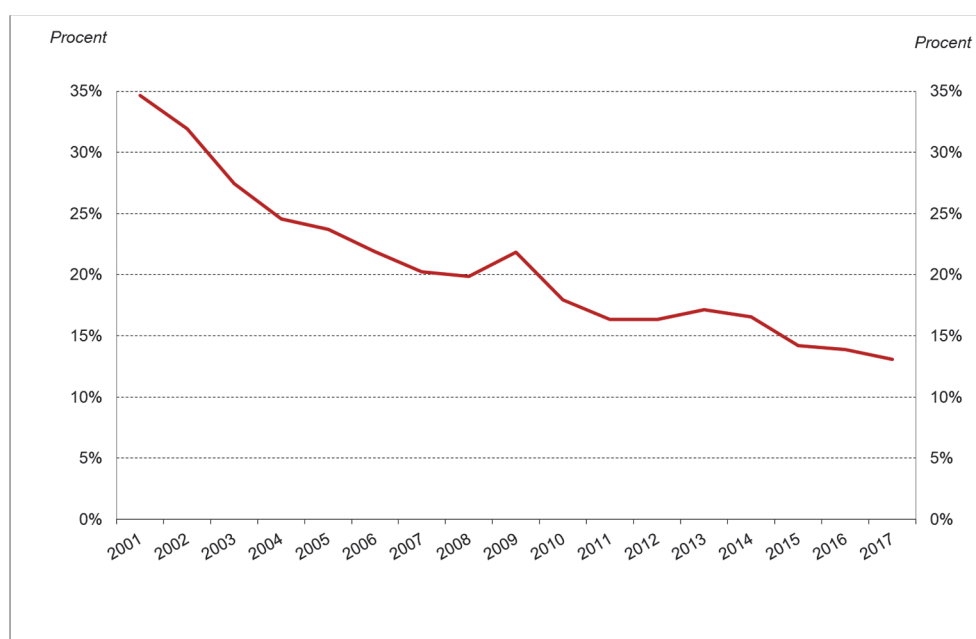
⁴² Riksgälden (2018) Statsupplåning, Prognos och analys 2018:1.

4.3 Valutaskulden

4.3.1 Styrningen av valutaskulden

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

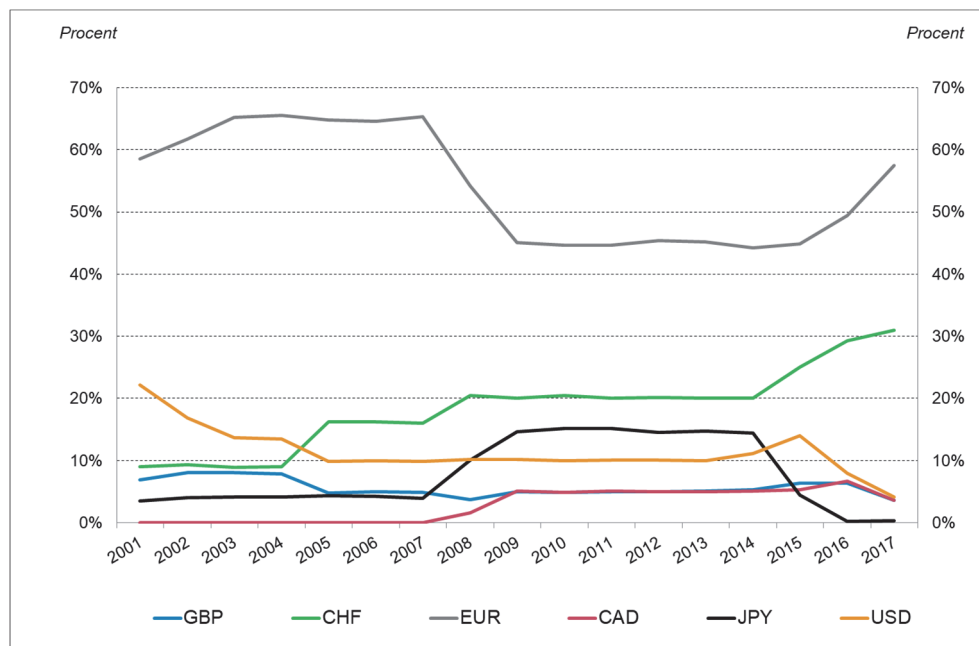
Diagram 13 Andelen valutaskuld av totala statsskulden



Källa: Riksgälden

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

Diagram 14 Valutornas andel av valutaskulden 2009–2017



Källa: Riksgälden

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.3.2 ESV:s kommentarer

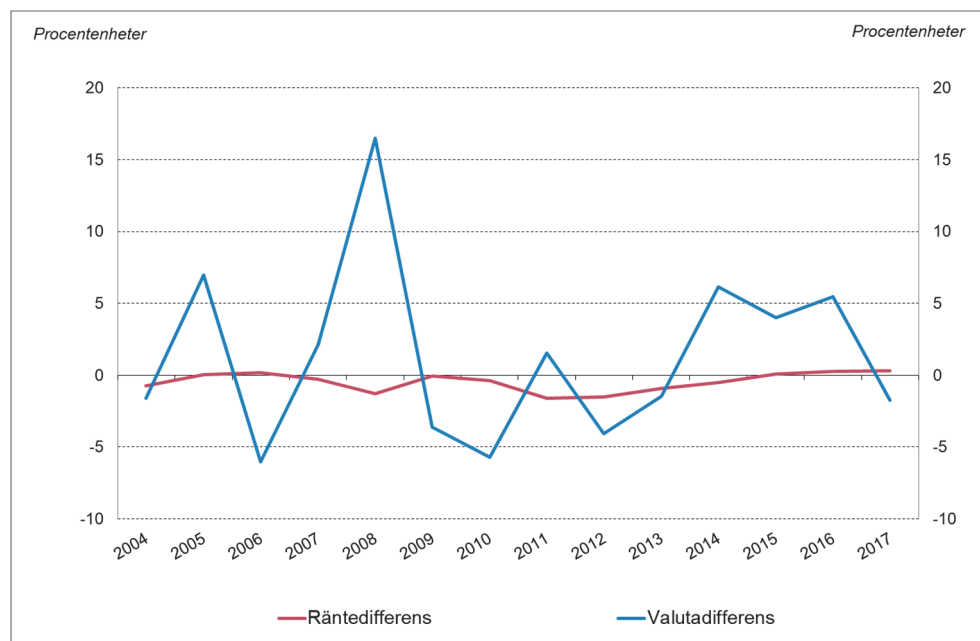
Hur valutaskulden ska hanteras omfattar enligt ESV tre frågeställningar:

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

För att valutaupplåningen ska sänka kostnaden för statsskuldshandlingen måste de utländska räntorna vara lägre än de svenska samtidigt som kronan inte ska försvagas i motsvarande mån. Om detta förhållande inte är uppfyllt så kan (den förväntade) kostnaden för statsskuldshandlingen sänkas genom att minska valutaandelen.⁴³

I 2013 års utvärdering konstaterade ESV att valutarörelser är den viktigaste faktorn för hur lönsamt det är att låna i utländsk valuta. ESV kunde konstatera att under den senaste tioårsperioden hade utländska korta räntor i genomsnitt varit 2/3 procentenheter lägre än svenska vilket gett en kostnadsfördel för lån i utländsk valuta. Valutarörelser gav å andra sidan i genomsnitt ett negativt bidrag på 1/2 procentenhet under samma period.

Diagram 15 Räntedifferens och valutadifferens 2004–2017



Källa: Riksbanken

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

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

Avvecklingen

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

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

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

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

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

Källa: Riksgälden

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

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

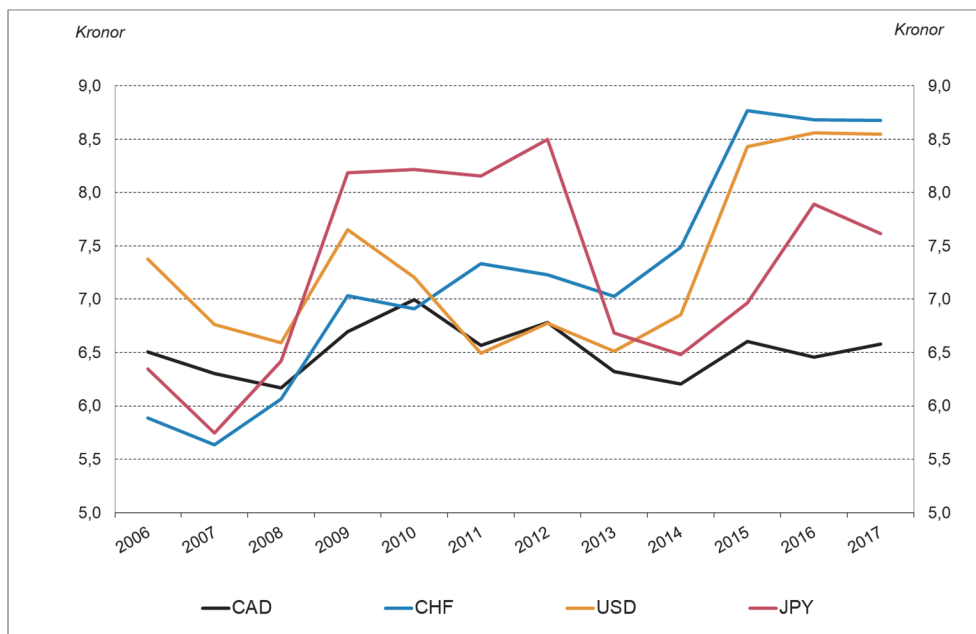
Tabell 5 Valutaförändringar mellan 2016 och 2017 enligt prognos och enligt utfall

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

Källa: Riksbanken och Riksgälden

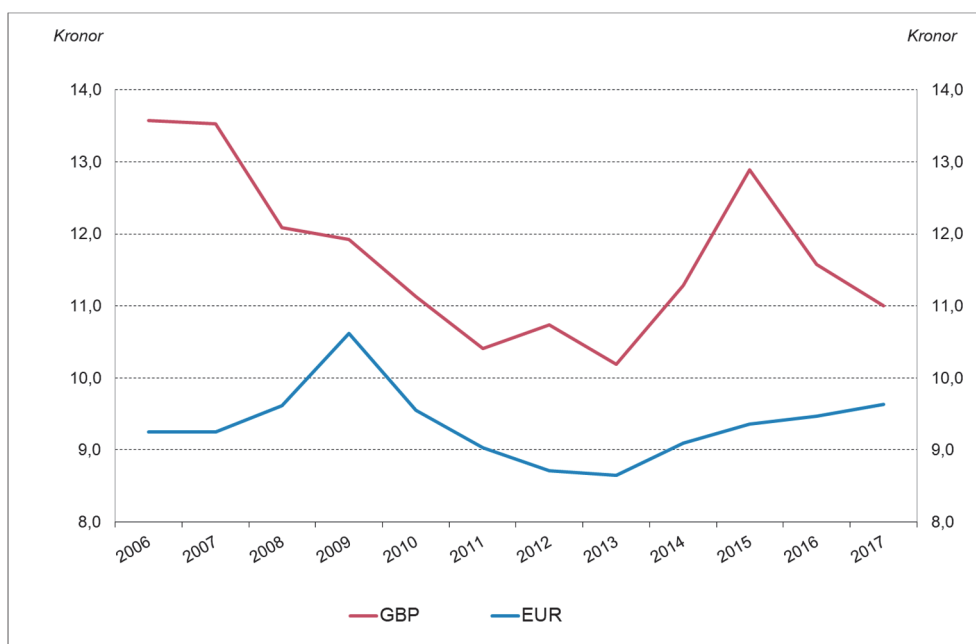
Av diagram 16 och 17 framgår valutakurserna för de valutor som finns i valutaskulden.

Diagram 16 Valutakurser för valutor som ingår i valutaskulden



Källa: Riksbanken

Diagram 17 Valutakurser för valutor som ingår i valutaskulden, årsgenomsnitt



Källa: Riksbanken

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

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

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

Tabell 6 Valutaskuldens utveckling 2015–2017 utifrån olika inväxlingsalternativ

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

Källa: Riksgälden, Riksbanken och egna beräkningar

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

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

Tidpunkten för avvecklingen

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

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

Diagram 18 KIX-index 2006–2018



Källa: Riksbanken

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

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

Tabell 7 Valutaskuldens utveckling med olika startår för inväxling

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

Källa: Riksgälden, Riksbanken och egna beräkningar

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

4.4 Positionstagningen

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

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

4.4.1 Positionstagningen före 2017

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.4.2 Positionstagningen från och med 2017

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

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

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

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

⁴⁵ Skr. 2015/16:104.

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

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

⁴⁸ Regeringskansliet (2016) Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2017.

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

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

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

Källa: Riksgälden och regeringen

4.4.3 ESV:s kommentarer

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

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

⁴⁹ Regeringskansliet (2016) Riktlinjer för statskuldens förvaltning 2017.

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

⁵¹ Intervju Riksbanken.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.4.4 Positioner i den löpande förvaltningen

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

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

Tabell 9 Resultat för positionstagningen

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

Källa: Riksgälden

ESV:s kommentarer

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

4.5 Premieobligationernas bidrag till det statsskuldspolitiska målet

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

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

⁵⁵ Skr 2015/15:104.

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

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

det utrymme att hantera de förluster som premieobligationerna kommer att generera den närmaste tiden enligt Riksgälden. Vad långsiktigt innebär mer precist framgår inte.

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

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

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

⁵⁸ Regeringskansliet (2016) Riktlinjer för statskuldens förvaltning 2017.

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

5 Riksgäldens tillämpning

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

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

5.1 Statsskuldens sammansättning och löptid

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

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

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

⁶¹ Se punkt 10 i regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Källa: Riksgälden

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

5.2 Nytt kostnadsmått för det övergripande målet

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

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

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

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

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

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

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

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

⁷⁰ Bet 2015/16:FiU37 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015.

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

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

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

5.3 Marknadsvård

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

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

⁷³ Prop. 2017/18:1 Utgiftsområde 26 Statsskuld räntor m.m.

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

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

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

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

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

Källa: Riksgälden (TNS SIFO Prospera)

1) Frågan ställs enbart till återförsäljare.

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

Tabell 12 Riksgälden jämfört med andra skuldkontor, procent

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

Källa: Riksgälden (TNS SIFO Prospera)

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

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

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

5.4 Likviditeten på statsobligationsmarknaden

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

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

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

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

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

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

5.4.1 Riksgälden kan påverka likviditeten indirekt

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

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

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

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

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

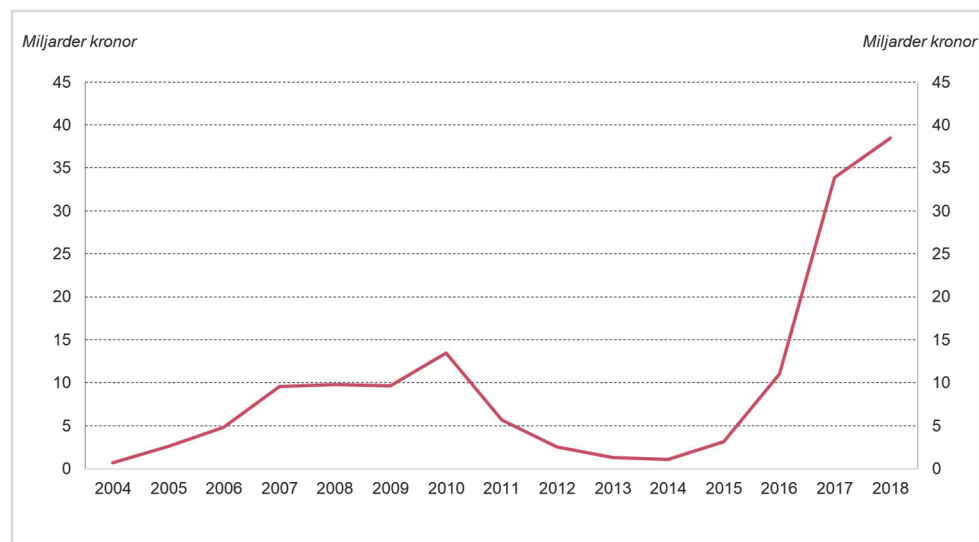
⁸³ Riksgälden har för närvarande sju återförsäljare.

⁸⁴ Återförsäljaravtal avseende statsobligationer, 29 november 2013.

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

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

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



Källa: Riksgälden

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

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

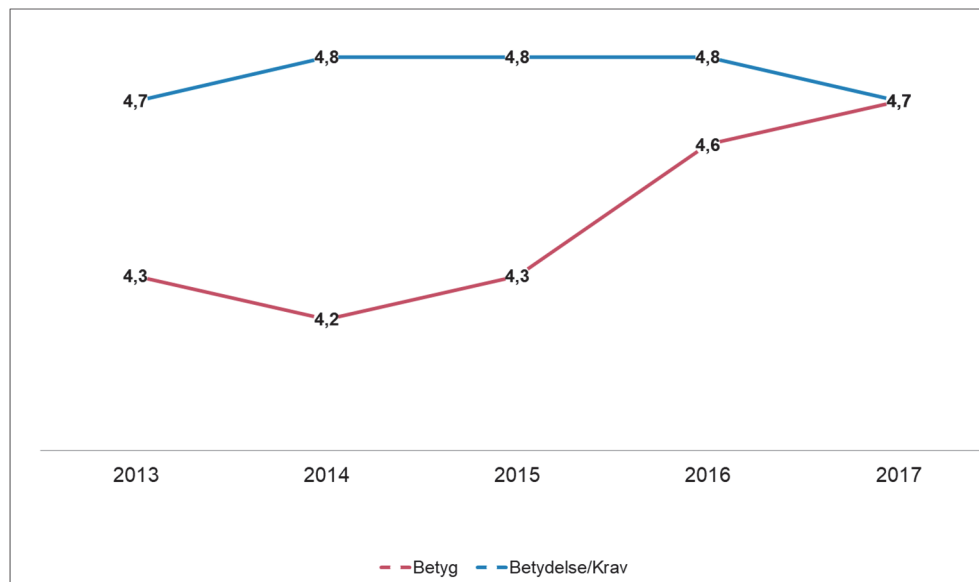
⁸⁵ Repa är en förkortning av repurchase agreement. Det är ett avtal om försäljning av ett värdepapper där säljaren samtidigt lovar att återköpa pappret om en viss tid till ett visst pris. Repan kan också vara omvänd, det vill säga avtal om köp av ett papper i kombination med framtida försäljning.

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

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

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

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



Källa: Riksgälden (TNS SIFO Prospera)

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

5.4.2 Likviditet är svårt att mäta

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

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

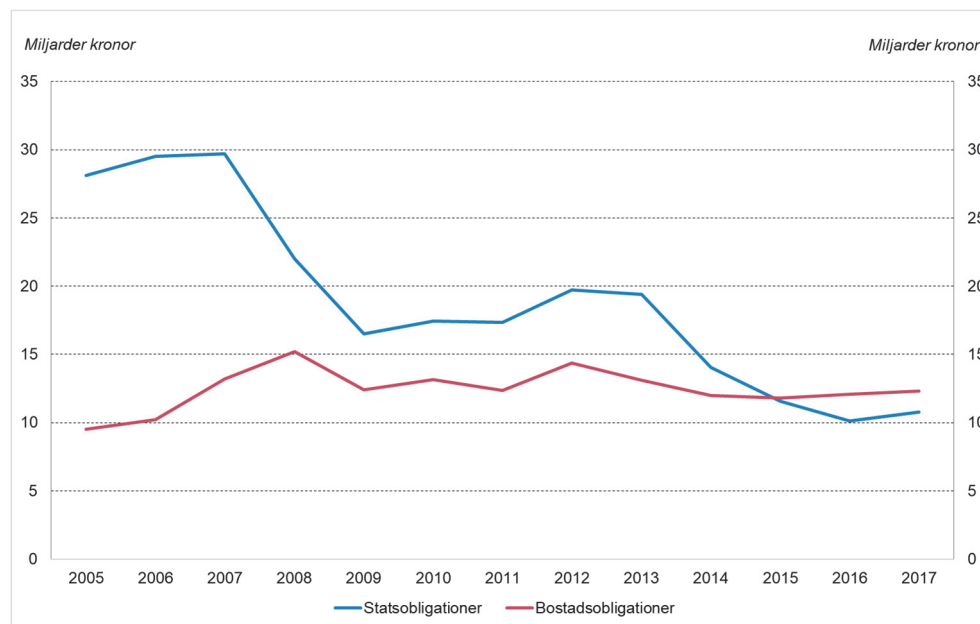
⁸⁹ En minskad omsättning kan också handla om att den utestående stocken har ökat.

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

5.4.3 Omsättningen på den svenska obligationsmarknaden 2005–2017

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

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



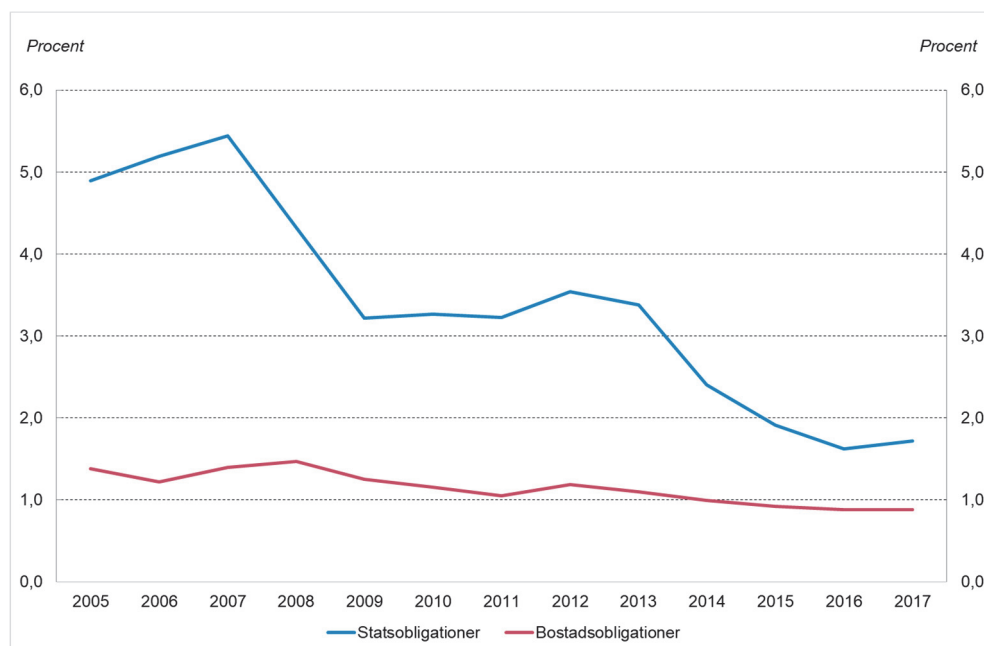
Källa: Riksbanken

Anm. Omsättningen avser avistatransaktioner.

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

Utvecklingen av omsättningen i relation till utestående stock följer ett liknande mönster. Mellan 2005 och 2017 har dagsomsättningen för statsobligationer sjunkit med drygt 3 procentenheter medan omsättningen för bostadsobligationer har sjunkit med 0,5 procentenheter. År 2017 var dagsomsättningen för statsobligationer 1,7 procent och för bostadsobligationer 0,9 procent.

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



Källa: Riksbanken

Anm. Omsättningen avser avstatransaktioner.

5.4.4 Analyser av likviditeten för statsobligationer

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

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

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

statsobligationer har koncentrerats till obligationer med så kallad benchmarkstatus. Sammanfattningsvis så menar Riksbanken att marknadslikviditeten för svenska obligationer har försämrats sedan finanskrisen men skriver samtidigt att det inte finns några tecken på att obligationsmarknaderna fungerar sämre för det. Enligt Riksbanken beror det på att de inte kan se några försämringar av finansieringslikviditeten.

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

5.4.5 Vad säger aktörerna?

Ett alternativ eller komplement till de olika likviditetsmått som diskuterats ovan är att fråga marknadsaktörerna. Både Riksgälden och Riksbanken genomför

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

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

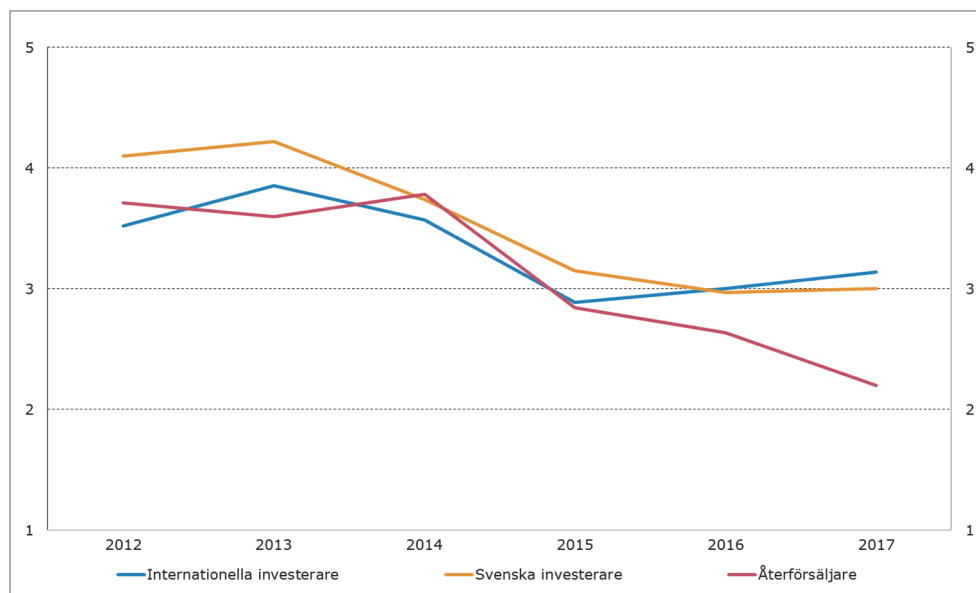
⁹³ Finansinspektionen (2017) Stabiliteten i det finansiella systemet.

enkätundersökningar riktade till marknadsaktörer där bland annat frågor om likviditet ingår.

Riksgäldens marknadsundersökningar

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

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



Källa: Riksgälden (TNS SIFO Prospera)

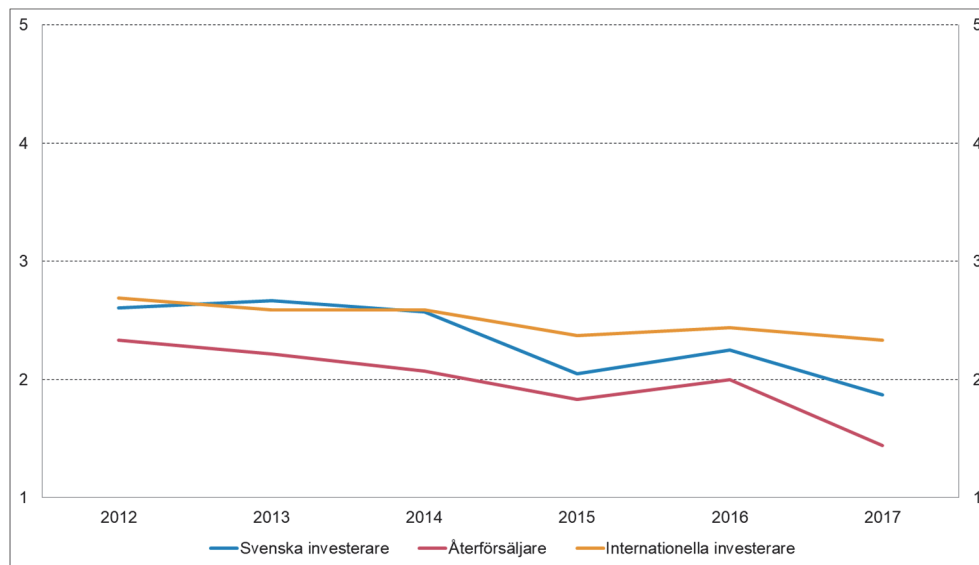
Även likviditeten för reala obligationer har minskat sedan 2012, om än från lägre nivåer. År 2017 gav samtliga marknadsaktörer ett lägre betyg än 3 vad gäller likviditeten på den reala obligationsmarknaden mätt som omsättning. Även när det gäller reala obligationer är det återförsäljarnas betyg som sjunkit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

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

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

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

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



Källa: Riksgälden (TNS SIFO Prospera)

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

Riksbankens riskenkäter

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

⁹⁶ Uppfattningen är att de som köper realobligationer ofta är investerare som söker långsiktiga placeringar.

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

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

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

5.4.6 Vad beror den försämrade likviditeten på?

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

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

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

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

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

¹⁰⁰ Riksbanken (2015) Den svenska finansmarknaden 2016.

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

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

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

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

5.4.7 ESV:s kommentarer

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

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

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

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

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

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

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

¹⁰⁴ SOU 2014:8, Översyn av statsskuldspolitiken.

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

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

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

Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning

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

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

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

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

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

Avrapportering

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

Processen för statsskuldförvaltningen

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

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

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

ESV gör Sverige rikare

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