

Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken 2010 och 2011

1	Sammanfattning	2
2	Uppdraget.....	4
3	Ramverk för statsskuldsförvaltningen.....	5
3.1	Yttre ram	5
3.2	Inre ram	6
4	Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning.....	7
4.1	Refinansieringsrisk	10
4.2	Utvärdering av upplåningskostnader	12
5	Riksgäldens tillämpning.....	16
5.1	Provisionskostnader.....	18
6	Statsskuldens robusthet	22
6.1	Fallande statsskuld innebär nya utmaningar för Riksgälden.....	23
6.2	Likviditet	27
6.3	Ökad upplåning i omvärlden	33
6.4	Regelförändringar som kan påverka efterfrågan på statspapper	33
6.4.1	Solvens II.....	37
6.5	Slutsatser om statsskuldens robusthet.....	42
7	Riksgäldens positionstagning.....	43
7.1	Utfall av den aktiva förvaltningen.....	43
7.2	Grunderna för aktiv förvaltning.....	45
7.3	Slutsatser	48

1 Sammanfattning

Det övergripande målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaderna för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Regeringens styrning sker främst genom riktlinjer för skuldandelar samt dess löptid. Genom besluten om hur stor del av skulden som skall lånas i utländsk valuta, i reala obligationer samt i nominella obligationer samt löptider för dessa så sätter regeringen ramarna vad gäller avvägningen mellan statens risk och skuldens upplåningskostnad.

Systemet med skuldandelar bör modifieras

Skuldandelarna är bestämda ur ett långsiktigt perspektiv och har varit oförändrade under granskningsperioden 2007–2011. Riksgälden har fått i uppdrag av regeringen att göra en analys över hur skuldandelar skulle kunna se ut i ett läge med en betydligt högre respektive lägre statsskuld.

Om målet om en procents överskott i de offentliga finanserna över en konjunkturcykel nås, så kommer statsskulden att minska markant på medellång sikt. Det kommer att medföra att nuvarande styrning med fasta skuldandelar måste anpassas. Skuldandelarna är bland annat grundade på statsskuldens storlek och i takt med att den minskar behöver systemet omformas.

Regeringen rekommenderas att efter att Riksgälden redovisat sin slutrapport om skuldandelarna besluta hur de framtida skuldandelarna och deras löptid skall vara utformade i ett läge med lägre statsskuld. Med en allt lägre statsskuld måste riktlinjerna sannolikt utformas på ett annat sätt än för närvarande.

Beräkningarna över statsskuldens framtida utveckling visar att Riksgäldens förslag om överupplåning är för tidigt väckt. Det finns utrymme att skära ned på flera upplåningskanaler om man vill värna om statsobligationsmarknaden. Innan frågan om att staten skall låna upp medel som sedan skall förvaltas prövas borde staten överväga att lyfta in upplåning som idag sker hos andra statliga aktörer till Riksgälden.

Löptid och refinansieringsrisk

En minskad statsskuld ger i princip utrymme för större risktagande i statsskuldsförvaltningen. Det talar för att ha en kortare löptid eftersom lång upplåning som är säkrare vanligen är dyrare än kort. Å andra sidan så har utvecklingen i euroområdet påvisat att refinansieringsriskerna är större än vad som uppfattades för några år sedan. Den bästa försäkringen mot refinansieringsproblem är goda och hållbara statsfinanser. Att förlänga löptiden för att minska refinansieringsrisken är så att säga en

andra försvarslinje som täcker upp bakom eventuella misslyckanden att föra en långsiktigt hållbar ekonomisk politik. Det fungerar heller inte att bara förlänga löptidsriktvärdena i riktlinjerna, eftersom dessa fångar räntebindningstiden, inte tid till finansiering.

När statsskulden krymper kommer statsskuldens löptid att bli allt lägre då realskulden förväntas sjunka och den återstående löptiden minskar i takt med att tiden går. Riksgäldens strategi att göra upplåningen i statsobligationer löpande, med auktion varannan vecka, lösgör upplåningen från förfallostrukturen och minskar refinansieringsrisken. Det går via swappmarknaden att minska refinansieringsrisken utan att för den skull behöva betala högre fasta räntor.

Provisionskostnader

Provisioner och räntekostnaden är två delar av upplåningskostnaderna och Riksgälden kan välja upplåningsmetod som ger olika utslag på respektive del av upplåningskostnaden. Detta förhållande talar för att dessa kostnader bör redovisas på samma sätt och under samma utgiftsområde. Ingen av kostnaderna kan beräknas med någon precision i förväg vilket innebär att anslagen liksom för närvarande bör ligga utanför utgiftstaket. Det kan vara kontraproduktivt att försöka minimera provisionskostnaderna då det kan medföra att Riksgälden tvingas välja ett för stunden mindre kostnadseffektivt upplåningsinstrument eller upplåningsmetod.

Riksgäldens positionstagande

Mot bakgrund av det goda resultatet av den aktiva förvaltningen skulle man kunna dra slutsatsen att Riksgälden om något skulle öka sin positionstagning. De största positionerna har tagits för att motverka en negativ kostnadsutveckling för staten på grund av hur olika valutakurser utvecklats. I avsaknad av en skuld i utländsk valuta skulle de strategiska positionerna ha varit en spekulering i en valutakursutveckling utan direkt koppling till statsskulden. Det vore under sådana förutsättningar tveksamt att staten tog aktiva positioner i valutakursrörelser. Så länge det finns en skuld i utländsk valuta är emellertid en aktiv förvaltning en integrerad del av verksamheten. Den aktiva förvaltningen bör begränsas till de valutor och ränterörelser som har en direkt eller potentiell koppling till upplåningen i utländsk valuta. Förvisso reglerar Riksgäldens styrelse vilka marknader som det är tillåtet att ta positioner på. Min bedömning är ändå att regeringen bör komplettera nuvarande regler med egna riktlinjer.

Om regeringen väljer att ge Riksgälden ett relativt begränsat mandat för positionstagande så rekommenderas Finansdepartementet och Riksgälden att utveckla en samarbetsform som säkerställer att Riksgälden snabbt kan söka och, givet att regeringen bifaller framställan, få ett utökat riskmandat.

Kostnadsjämförelser

Riksgälden tillhandahåller utvärderingar av lånekostnader i olika skuldslag i sina årliga rapporter. Ett problem med dessa utvärderingar är att det inte finns självklara jämförelseobjekt. Min ståndpunkt är att Riksgälden gör statistiska jämförelser som är rättframma och enkla men inte realistiska i den bemärkelsen att de inte utgår ifrån vad en alternativ upplåning skulle kosta. De överskattar därför vinsterna av vissa upplåningsformer.

Min rekommendation är att regeringen och Riksgälden ser över hur jämförelser mellan olika upplåningsformer bör ske. Den mest rimliga jämförelsen är enligt mitt menande med en upplåning av nominella statsobligationer med den löptid som bedöms som relevant om den nominella skulden var betydligt större.

Statsskuldens robusthet

Regelförändringar på de finansiella marknaderna kommer att öka efterfrågan på svenska statsobligationer. Eftersom det inte finns några fastställda förslag är det svårt att göra någon slutlig utvärdering. Regleringen av bankernas likviditet, LCR-kraven, ser dock under nuvarande tänkta utformning inte ut att ge några betydande effekter på efterfrågan på statsobligationer. Finansinspektionens fortsatta arbete med utformningen av regelverket kan dock förändra bilden.

Det finns betydande osäkerheter om vilka effekter som Solvens II kommer att medföra för efterfrågan på svenska statsobligationer. Systemet är fortfarande under konstruktion och förändringar kan komma att ske. Betydande delar av försäkringskollektivet kommer bara att i begränsad utsträckning påverkas av Solvens II. Det gäller fondförsäkring och bolag med tillräckligt med kapital för att klara ett tuffare regelverk utan att deras placeringar påverkas. För övriga bolag förväntas efterfrågan på obligationer öka då regleringen minskar riskutrymmet. Hur mycket efterfrågan påverkas är bland annat en funktion av ränteläget. Ju lägre ränteläge desto högre efterfrågan på obligationer från försäkringsbolagen.

2 Uppdraget

Finansdepartementets uppdrag till den externa granskningen av statsskuldspolitiken sammanfattas i fyra punkter:

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet
- Utvärdera Riksgäldens tillämning av riktlinjerna
- Analysera grunderna för Riksgäldens positionstagande
- Analysera statsskuldens robusthet mot bakgrund av en minskande skuld och förändringar i omvärlden.

Uppdragsbeskrivningen i sin helhet återfinns i bilaga 1.

Granskningen ska enligt uppdragsbeskrivningen göras med utgångspunkt från det övergripande målet för statsskuldspolitiken: statens skuld ska förvaltas så att kostnaderna för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas (5 kap. 5 § Budgetlagen (2011:203)).

3 Ramverk för statsskuldförvaltningen

3.1 Yttre ram

Den ekonomiska politiken, utvecklingen i världsekonomin och den svenska ekonomin utgör en yttre ram för statsskuldförvaltningen. 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 budgetunderskottet.

Sverige skapade ett starkt regelverk för de offentliga finanserna efter budgetsaneringen på 1990-talet. Överskottsmålet och utgiftstaket är grundpelarna i det regelverket. Genom att följa detta regelverk, inte minst genom att acceptera stora överskott under högkonjunkturer, har Sverige minskat statsskulden och därigenom både direkt och indirekt sänkt sina kostnader för statsskulden markant.¹ År 1998 uppgick räntekostnaden för statsskulden till 5,6 procent av BNP. Under 2011 hade andelen sjunkit till 1,0 procent.

Det kan i sammanhanget noteras att Sverige klarade av den kraftiga ekonomiska nedgången i spåren av finanskrisen betydligt bättre än många andra länder. Jämfört med bland annat Danmark och Finland var försämringen av statsfinanserna betydligt mindre. Euroområdet som helhet redovisar en aning mindre försämring av den offentliga sektorns finansiella sparande än Sverige mellan 2007 och 2011. Det beror främst på en gynnsam statsfinansiell utveckling i Tyskland. Men euroområdets utgångsläge innan finanskrisen bröt ut på allvar, med negativt offentligt sparande i slutet av en högkonjunktur, var betydligt sämre än Sveriges. Det har medfört att statsskulden, mätt som andel av BNP, ökade kraftigt i euroområdet under perioden medan den minskade i Sverige.² Den svenska utvecklingen med ett högt sparande i goda tider och begränsad försämring i det offentliga sparande när den ekonomiska aktiviteten

¹ Riksgälden ändrade den officiella definitionen av statsskulden i januari 2012. I denna rapport används dock genomgående den gamla definitionen. Den nya definitionen har heller ingen effekt på kostnaderna.

² Under perioden sålde svenska staten egendom för 118 miljarder kronor och använde intäkterna till att amortera ned statsskulden. Om inte försäljningarna genomförts hade statsskuldskvoten varit drygt 3 procentenheter högre.

försvagades har medfört att statsskulden utvecklas betydligt bättre i Sverige än i nästan alla andra jämförbara länder.

Tabell 1. Statsfinanserna i några utvalda länder och regioner

	Offentligt finansiellt sparande/BNP			Statsskuld/BNP		
	2007	2011	Förändring	2007	2011	Förändring
Sverige	3,6	0,1	-3,5	49	46	-3
Euroområdet	-0,7	-4,0	-3,3	72	96	24
USA	-2,9	-10,0	-7,1	62	98	36
Storbritannien	-2,8	-9,4	-6,6	47	90	43
Tyskland	0,2	-1,2	-1,4	66	87	21
Danmark	4,8	-3,7	-8,5	34	56	22
Finland	5,3	-2,0	-7,3	41	61	20

Källa: OECD Economic Outlook, december 2011

Den svenska ekonomiska politiken har medfört att såväl upplåningsvolymerna som upplåningskostnaderna utvecklats gynnsamt under de senaste åren i ett internationellt perspektiv. Det handlar mindre om hur statsskuldsförvaltningen har skötts under perioden utan mer om hur den ekonomiska politiken varit utformad sedan slutet av 1990-talet.

Ränteutvecklingen det senaste året har visat hur stort genomslag ett lands relativa position kan ha. Utvecklingen i olika länder inom valutaunionen har inte följt det historiska mönstret att räntan går i samma riktning fast i olika takt. Istället har räntan stigit markant i vissa länder medan den sjunkit i andra. Sverige som har starka offentliga finanser har gynnats av denna utveckling och fått historiskt låga upplåningskostnader. För år 2011 som helhet sjönk den tioåriga obligationsräntan något i Tyskland och Sverige jämfört med 2010. I länder som Italien och Spanien steg de under samma period med cirka 1,3 procentenheter i termer av årsgenomsnitt. Räntedifferensen mellan de så kallade PIIGS-länderna och Tyskland steg kraftigt under 2011 och var mycket höga i slutet av året.

Sammantaget är det till övervägande del det yttre ramverket som styr över hur upplåningskostnaderna utvecklas medan regeringens riktlinjer och Riksgäldens tillämpning av regelverket har en mer begränsad påverkan.

3.2 Inre ram

Den inre ramen för statsskuldsförvaltningen bestäms av regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Processen beskrivs i detalj i regeringens skrivelse till vilken denna rapport biläggs. I korthet innebär processen att Riksgälden under hösten lägger fram förslag till riktlinjer för nästkommande år varpå regeringen i november beslutar om desamma. I de flesta avseende brukar regeringens beslut vara i linje med Riksgäldens förslag.

Den inre ramen utgörs främst av riktlinjer för skuldandelar samt dess löptid. Genom besluten om hur stor del av skulden som skall lånas i

utländsk valuta, i reala obligationer och i nominella obligationer samt löptider för dessa så sätter regeringen ramarna vad gäller avvägningen mellan statens risk och skuldens upplåningskostnad.

4 Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning

Riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2010 innehåller få förändringar i sak jämfört med 2009 års riktlinjer. Däremot görs flera omskrivningar i riktlinjerna för 2010 för att förtydliga gällande ordning samt att införa de ändringsbeslut rörande löptidsriktvärdet för den nominella skulden och positionsmandatet som togs under 2009.³

I den förra utvärderingen av statens utlåning och skuldförvaltning 2005–2009 (regeringens skrivelse 2009/10:104) framförde jag att det nuvarande styrsystemet under vissa förhållanden kunde betraktas som onödigt stelt och efterfrågade ett större manöverutrymme för Riksgälden i de ordinarie riktlinjerna. Riktlinjerna för 2010 togs ett halvår innan den rapporten publicerades och låg i linje med tidigare års riktlinjer.

Riktlinjerna för år 2011 tar delvis hänsyn till behovet av större manöverutrymme för Riksgälden. Målet för löptiden för den reala kronskulden ändrades från att ha varit ett värde, 9,4 år enligt 2010 års riktlinjer, till ett intervall på 8–10 år i 2011 års riktlinje. I enlighet med förra utvärderingen så medför detta att Riksgälden får bättre möjlighet att anpassa utbudet av reala kronobligationer till rådande marknadsförhållanden när upplåningen skall genomföras. Därigenom förbättras Riksgäldens möjligheter att minimera statens upplåningskostnader.

Det kan i sammanhanget noteras att det i riktlinjerna för 2012 tas ytterligare steg i denna riktning genom att det även införs ett intervall för löptiden för den nominella kronskulden istället för ett värde. Även det steget bedöms öka flexibiliteten i systemet och underlätta Riksgäldens arbete och möjliggöra för dem att utnyttja rådande marknadsförhållanden för att sänka upplåningskostnaden utan att regeringens styrning ändrats i någon nämnvärd utsträckning.

En förändring i 2011 års riktlinjer var att utrymmet för den aktiva förvaltningen reducerades genom att positionerna i utländsk valuta begränsades från 600 till 450 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Förändringen motiverades av att den strategiska positionen i kronans valutakurs fortsatt tilläts vara maximalt 50 miljarder kronor istället för de 15 miljarder kronor som var fallet fram tills att ändringsbeslutet i maj 2009 lyfte nivån. Det kan synas skäligt att

³ Ändringsbesluten var upphävt löptidsriktvärde för nominell skuld, 12 mars 2009, samt utökat positionsmandat, 28 maj 2009.

staten minskar ned risken i den operativa delen efter att ha ökat risken kraftigt i den strategiska positionen med hänvisning till speciella omständigheter.

Däremot återknyter inte regeringen till frågeställningen när den i 2012 års riktlinjer återställer den strategiska positionen från 50 miljarder kronor till maximalt 15 miljarder kronor utan att även återställa positionen i utländsk valuta till den tidigare nivån på 600 miljoner kronor. Ändringen skall ses mot bakgrunden av att Riksgäldens styrelse har allokerat 220 av de 600 (numera 450) miljoner kronorna i daglig Value-at-Risk till aktiv förvaltning i utländsk valuta. Det återstående utrymmet har därmed varit tillgängligt för strategiska positioner, d.v.s. den delen som varit så framgångsrik.

I detta sammanhang hade det varit lämpligt med ett resonemang om varför riskmandatet som delegerades till Riksgälden skulle reduceras. Inte minst då utökningen av mandatet för kronpositioner 2009 medförde en stor vinst för staten. Sammantaget genererade den strategiska positionen att kronan skulle stärkas gentemot euron en vinst på 8,1 miljarder kronor. De fyra tidigare strategiska positionerna resulterade även de i en betydande vinst, sammantaget drygt 9 miljarder kronor. Det hade mot den bakgrunden varit rimligt att regeringen motiverade varför Riksgäldens totala riskmandat reducerades.

Frågan om Riksgälden riskmandat diskuterades även i den förra externa utvärderingen. Det finns en avvägning mellan Riksgäldens och regeringens roll i beslutsprocessen. Erfarenheten visar att strategiska positioner tas ganska sällan. Riksgälden har tagit fem sådana från år 2000 fram tills inledningen av 2012 när detta skrivs. Frågan från förra utvärderingen kvarstår dock, bör mandatet för beslut om större positioner vila på Riksgälden eller på regeringen?

Valet står mellan att ge Riksgälden ett större mandat eller att behålla riskmandatet inom regeringen och låta Riksgälden komma med en framställan om ökat riskmandat utifrån en konkret situation där Riksgälden vill ta en strategisk position.

Positioner på valutamarknaden utgör per definition en valutarisk (även om enskilda positioner kan tas för att minska den totala valutarisken). Det är en adekvat fråga om staten skall syssla med en sådan verksamhet. Positioner i utländsk valuta kan ses om en del av Riksgäldens vanliga skuldförvaltning. Ju större skuldandel upplåning i utländsk valuta har desto större anledning att hantera svängningar i valutakurser då dessa påverkar upplåningskostnaderna. Om all upplåning skulle ske i kronor blir emellertid positionstagande i andra valutor ett tillägg som enbart bygger på spekulation i valutakursrörelser (se avsnitt 7).

Utfallet hitintills talar för att ge Riksgälden ett betydande mandat. Många aktörer på valutamarknaden tenderar att ha en kortsiktig placeringshorisont vilket bidrar till att valutor under lång tid kan avvika från vad som allmänt bedöms vara ett jämviktsvärde. De största

avvikelserna från långsiktiga jämviktsvärden sker vanligtvis i orostider då kortsiktiga kapitalflöden får ett betydande genomslag på prisbilden. En aktör som Riksgälden kan vara mer långsiktig och därför gå emot de kortsiktiga aktörerna vilka dominerar valutamarknaden.

Beslutet om att ta större positioner kan vila på regeringen eller på Riksgälden. Regeringens ansvar är främst att besluta om vilken risk man är beredd att ta medan det är Riksgälden som har spetskompetens om växelkursutvecklingen. Avgörande för hur mycket risk som regeringen är villig att delegera torde mer handla om regeringens riskvillighet än en bedömning av Riksgäldens kompetens. Riskvilligheten kan variera över tiden.

I den förra externa utredningen noterade jag att det blev en tidsutdräkt på cirka två månader från det att tjänstemän på Riksgälden tog en första kontakt med Finansdepartementet tills att regeringen tog ett beslut om att tillåta Riksgälden att utöka sin strategiska position. En kalkyl visade att om Riksgälden hade tidigare lagt sina positioner med två månader, vilket bara är ett antagande – inte ett konkret alternativ, så skulle vinsten blivit cirka 400 miljoner större. Risken är således att regeringen genom att behålla riskmandatet försämrar Riksgäldens möjligheter att ta positioner vid den tidpunkt när de anser att förhållandena är optimala.

Samtidigt finns det en fördel med att regeringen synar Riksgäldens argument innan de tar en stor risk å skattebetalarnas vägnar. Två par ögon ser mer än ett. Riksgälden tvingas i så fall också att skärskåda sina egna argument innan de söker utökat mandat hos regeringen. I slutändan är det regeringen syn på risk som avgör hur stora strategiska positioner som Riksgälden tillåts ta. Regeringen kan delegera beslutet men också välja ta beslut utifrån ett konkret läge.

En risk med att delegera ett stort riskmandat är att det kan leda till att utrymmet utnyttjas "bara för att det finns". Erfarenheten från de finansiella marknaderna visar att det inte alls är ovanligt att individer tar stora risker, inom eller till och med utanför sina mandat. Riksgäldens beslutsordning, där styrelsen måste godkänna strategiska positioner, minskar markant risken för ett "överutnyttjande" av riskmandatet. Därtill är anställda på Riksgälden inte bonusberättigade vilket minskar risken för överdrivet eller otillbörligt risktagande.

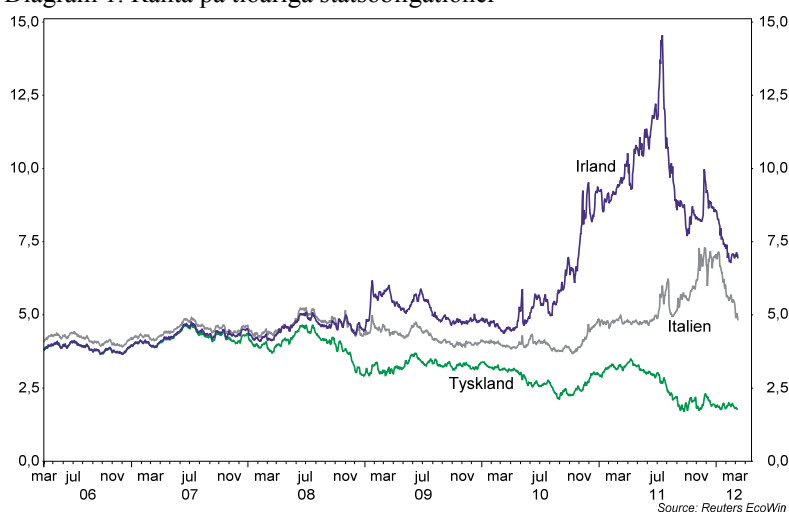
Om regeringen väljer att ge Riksgälden ett relativt begränsat mandat så rekommenderas Finansdepartementet och Riksgälden att utveckla en samarbetsform som säkerställer att Riksgälden snabbt kan söka och, givet att regeringen bifaller framställan, få ett utökat riskmandat. Som påvisades tidigare kan en långsam procedur leda till att Riksgälden inte fullt ut kan utnyttja fördelaktiga marknadsförhållanden och därmed minimera upplåningskostnaderna.

4.1 Refinansieringsrisk

Finans- och skuldkrisen i Europa har påvisat att refinansieringsrisken är större än vad som tidigare antagits. Omfattande upplåning i en ogästvänlig miljö där placerare skyr risk kan inte bara bli kortsiktigt kostsam utan kan också via misslyckade auktioner mer varaktigt förvärpa ett lands situation. I förlängningen kan ett land tvingas bort från den ordinarie kapitalmarknaden och söka upplåning från Internationella valutafonden eller någon annan organisation. Sådana lån är emellertid villkorade och innebär vanligtvis att landet mer eller mindre blir påtvingad en stram finanspolitik på ett sätt som urholkar de vanliga demokratiska funktionerna.

Hög skuldsättning och stora budgetunderskott ökar finansieringsrisken och i en miljö med låg riskapitet kan refinansieringsrisken stiga snabbt. Irland, som hade en mycket låg skuldsättningen innan finanskrisen slog till, fick se sin tio-åriga upplåningsränta fördubblas på ett halvår och tvingades vända sig till IMF. Italiens räntespread mot Tyskland gick från cirka 75 punkter i början av 2010 till över 500 punkter i slutet av 2011.

Diagram 1. Ränta på tioåriga statsobligationer



Mot denna bakgrund av stigande refinansieringsrisk kan det vara rimligt att överväga om statsskuldens löptid bör förlängas. Den bästa försäkringen mot refinansieringsproblem är emellertid goda och hållbara statsfinanser. Men som det irländska exemplet visar är goda statsfinanser för stunden inte någon garanti för att morgondagens statsfinanser förblir sunda. Om ett land tillåter stora makroekonomiska obalanser och därtill en kraftig kreditexpansion kan en framtida anpassning bli smärtsam och leda till en snabb urholkning av statens finansiella ställning. Det bästa skyddet mot refinansieringsrisk består således inte av en längre löptid utan av att såväl penning- som finanspolitiken säkerställer att inte stora obalanser uppstår. Det handlar i praktiken om att föra en restriktiv politik i

en miljö som ofta uppfattas som gynnsam för att tillväxt, sysselsättning, krediter och tillgångsvärden utvecklas positivt.

Att förlänga löptiden för att minska refinansieringsrisken är så att säga en andra försvarslinje som täcker upp bakom eventuella misslyckanden att föra en långsiktigt hållbar ekonomisk politik. Med tanke på svårigheterna att förutse djupa ekonomiska nedgångar kan en sådan försvarslinje ändå fylla en funktion.

Det bör dock noteras att refinansieringsrisken kan skilja sig från ränteomsättningsrisken. När Riksgälden lånar upp en tioårig statsobligation och swappar den till tremånaders rörlig ränta bli räntebindningstiden tre månader medan förfallet sker om tio år. En upplåning av statsskuldväxlar skulle ge samma löptid som ovanstående enligt det mått som används i styrningen av statsskuldsförvaltningen men med ett förfall om tre månader istället för om tio år. Refinansieringsrisken kan således vara helt olika för upplåning med samma uppmätta löptid. Förfallostrukturen, vilken regeringen i riktlinjerna för 2012 anmodar Riksgälden att vara vaksamma på, kan även påverkas på andra sätt, bland annat genom återköp.

En förlängning av statsskulden är förenad med kostnader. En betydande del av upplåningen i nominella statsobligationer 2011 skedde i tioåriga obligationer. Att förlänga löptiden för att minska refinansieringsrisken genom att utöka andelen för nominella statsobligationen över 12 år innebär rent praktiskt att staten skall låna längre än tio år. Att låna på 20 år istället för på tio år innebär att staten slipper att omsätta ett lån om tio år. Hur situationen ser om tio år vet vi ingenting om. Det är därför svårt att värdera betydelsen av att låna på 20 år istället för på tio år. Det vi vet är att 30-åringen legat i genomsnitt 55 punkter över tioåringen sedan den introducerades. En 20-åring kan förväntas ligga mitt i det intervallet, d.v.s. 25–30 punkter över tioåringen. Så hög blir den extra kostnaden per år för de första tio åren. Hur hög kostnaden blir på de därpå följande tio åren vet vi inte. Men sedan september har den tioåriga statsobligationen med något enstaka undantag legat under 2 procent vilket är mindre än hälften av genomsnittet på drygt 4 procent sedan 2000 så sannolikheten för att det är gynnsamt läge att låna långt får betecknas som hög. Men det är skillnad på att låna långt för att ta till vara på vad som upplevs som gynnsamma räntor och att göra det för att minska refinansieringsrisken.

Om vi istället jämför med en upplåning på två år så minskar refinansieringsrisken mer markant. Ett 20-årigt lån motsvaras av tio lån på två år vardera. Men samtidigt som refinansieringsrisken minskar så ökar kostnaden. Räntan för en tvåårig obligation har varit cirka 90 punkter lägre än för en tioårig obligation sedan 2000. Skillnaden mellan upplåning på 20 år och två år bör då ligga på 115–120 punkter (90 plus 25–30 punkter). Det finns således en betydande kostnad för att förlänga löptiden om man utgår ifrån historiska samband. Ett lån på 10 miljarder skulle i genomsnitt generera en räntekostnad som är 115–120 miljoner högre per år för ett 20-årigt lån. Över hela lånets löptid handlar det om 2,3–2,4 miljarder kronor i nominella termer.

I dagsläget kan det synas gynnsamt att låna långt på grund av det låga ränteläget.⁴ Finns det en vilja att förlänga statsskuldens löptid för att minska refinansieringsrisken synes tillfället väl valt.⁵ Regeringens riktlinjebeslut för 2012 att låna mera långt genom att göra om taket på 65 miljarder kronor för extra lång upplåning i nominella obligationer till ett mål på 60 miljarder kronor är ett sätt att göra en engångsförlängning av löptiden utan att förlänga den på mer permanent basis. På så sätt erhålls en – om än mycket begränsad – reduktion av refinansieringsrisken samtidigt som staten försäkras sig om vad som för närvarande uppfattas som låga räntekostnader.

Det får konstateras att det är svårt att åsätta ett värde på att refinansieringsrisken minskar om tio år vilket är den reella effekten av ändringen i riktlinjerna. I sammanhanget bör det nämnas att Riksgäldens upplåning inte är nära kopplad till förfalloprofilen. Riksgälden genomför statsobligationsauktioner varannan vecka. Upplåningen sker sålunda, till skillnad från en del länder i euroområdet, vid många tillfällen med begränsade belopp vid varje tillfälle. Refinansieringsrisken blir mindre när lånevolymerna är små. Risken för att en auktion inte genererar önskad volym är mindre när volymen är ett par miljarder kronor som i Sverige istället för den tiodubbla vilket inte är ovanligt i många länder i euroområdet. Om en auktion misslyckas blir signaleffekten dessutom mindre när volymen är begränsad. Refinansieringsrisken är därför mindre i Sverige än i många andra länder, allt annat lika.

Med det begränsade lånebehov som förutses under kommande år och under de förutsättningar som återges i avsnitt 5.1 så kommer statsskuldens totala löptid att minska såvida inte regeringen tar aktiva beslut för att öka löptiden. En motverkande faktor är att refinansieringsrisken minskar eftersom statsskulden sjunker. En anledning till att minska refinansieringsrisken är att det alltid finns en osäkerhet om den framtida utvecklingen och när och hur djupa ekonomiska problem kan uppstå. Denna insikt har förstärkts av de senare årens utveckling i euroområdet.

4.2 Utvärdering av upplåningskostnader

De avgörande faktorerna för kostnaderna för statsskultsförvaltningen är statsskuldens storlek, budgetsaldot och räntenivån. På nästa nivå

⁴ Det är dock inte helt enkelt att förutse framtida räntor. I den förra externa utvärderingen drog jag slutsatsen att det sannolikt var gynnsamt att ge ut ett 30-årigt lån till en ränta på 3,75 procent 2009. Det kan fortfarande vara fallet även om den 30-åriga räntan i skrivande stund, i början på mars, ligger på 2,3 procent.

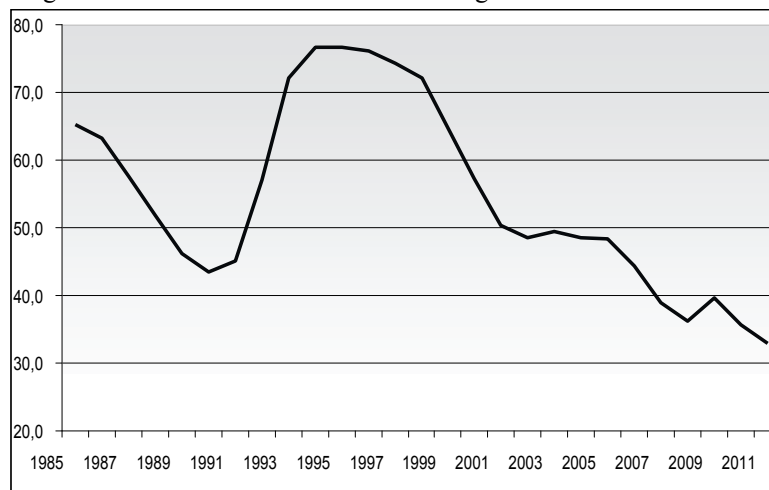
⁵ För att visa på svårigheterna att utvärdera upplåningskostnaderna mot historiska erfarenheter kan vi jämföra med Japan i början av 1996. Mot bakgrund av att den genomsnittliga räntan på en tioårig statsobligation varit 5 procent under den gångna tioårsperioden var sannolikt tjänstemännen på det japanska upplåningskontoret nöjda med att låna upp en tioårig statsobligation till drygt tre procents ränta. Räntan på en sådan obligation under de kommande tio åren uppgick emellertid till i genomsnitt 1,7 procent.

återfinns faktorer som skuldens löptid och fördelning. Skuldandelarna är bestämda utifrån ett långsiktigt perspektiv. Valutaskulden ska uppgå till 15 procent, den reala skulden till 25 procent och den i nominella kronor till 60 procent.

Den svenska statsskuldskvoten har minskat stadigvarande efter den kraftiga uppgången i samband med 1990-talskrisen. Inte ens den djupa nedgången i den svenska ekonomin efter att den finansiella krisen fördjupades hösten 2008 förändrade den långsiktiga trenden. Överskottsmålet på en procent över en konjunkturcykel borgar, ifall det uppnås, för en fortsatt nedgång av statsskulden mätt som andel av BNP. Även mätt i kronor har statsskulden minskat, från 1 450 miljarder kronor som mest 1998 till 1 108 miljarder kronor 2011.

Bland annat mot denna bakgrund rekommenderade jag i den förra externa utredningen att Riksgälden att göra en analys över hur skuldandelarna skulle kunna se ut i ett läge med betydligt lägre statsskuld. Regeringen gav sedermera Riksgälden i uppdrag att göra en sådan analys. En kvalitativ analys redovisades av Riksgälden i september 2011 i deras rapport "Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2012–2014". En slutrapport är beräknad till hösten 2012.

Diagram 2. Statsskulden/BNP minskar stadigt



Källa: Riksgälden

En del av analysen av framtida skuldandelar handlar om olika marknadens djup och möjligheterna att snabbt kunna öka upplåningen om lånebehovet skulle öka drastiskt. Andra länders erfarenheter under de senaste åren påvisar vikten av detta. Men även kostnaderna för olika upplåningskanaler är ett självklart element i en bedömning av hur skulden skall vara sammansatt i framtiden.

Det är mot den bakgrunden viktigt att göra rättvisande jämförelser inför eventuella framtida beslut om förändringar av skuldandelarna. Det får

betraktas som ett huvudscenario, givet att överskottsmålet bibehålls och uppfylls, att ett beslut om förändrade skuldandelar kommer till stånd inom en inte allt för lång framtid.

Riksgälden tillhandahåller utvärderingar av lånekostnader i olika skuldslog i sina årliga rapporter "Underlag till utvärdering av statsskuldsförvaltningen". Ett problem med denna typ av återblickande utvärderingar är att det inte finns självklara jämförelseobjekt.

I 2011 års årsrapport beräknar Riksgälden det kalkylmässiga resultatet av upplåningen av realobligationer till 0,6 miljarder kronor och den samlade besparingen sedan starten 1994 till nära 32 miljarder kronor. Beräkningarna baseras på kostnadsskillnaden mellan upplåning i reala och nominella obligationer. Jämförelsen utgår ifrån att alternativet till ett realobligationslån hade varit ett nominellt kronlån med samma löptid. Den jämförelsen kan emellertid ifrågasättas. Riktmärket för den nominella kronskuldens löptid (för lån med en löptid under 12 år) var 3,2 år under 2010. Motsvarande riktmärke för den reala skulden var 9,4 år.

Mot den bakgrunden är det tveksamt att jämförelsegrunden för ett reallån skall vara ett nominellt lån med samma löptid, framför allt då realobligationerna har lång löptid. För lån med en löptid upp till 12 år finns det jämförbara obligationer att jämföra med men jämförelsen haltar mer för långa obligationer. Ett annat sätt att beräkna kostnadsbesparingens storlek vore att utgå ifrån vad en alternativ upplåning i kronskulden skulle ha kostat. Under 2011 uppgick Riksgäldens upplåningskostnad för nominella statsobligationer till i genomsnitt 2,70 procent. Samma år var den genomsnittliga räntan på den 30-åriga obligationen 3,05 procent. Om Riksgälden skulle tagit upp ett långt reallån, säg 28 år vilket är den återstående löptiden på den 30-åriga nominella statsobligationen, så skulle jämförelseobjektet kostat 3,05 procent. Men alternativet till real upplåning skulle ha varit nominella statsobligationer vilka i snitt kostade 2,70 procent. Det kan hävdas att alternativet skulle varit att låna långt inom ramen för riktmärket, d.v.s. en tioårig statsobligation. En sådan upplåning skulle i genomsnitt ha kostat 2,83 procent under 2011.

Dessa beräkningar ger en indikation på hur mycket Riksgäldens kalkyler överskattar de faktiska kostnadsbesparingarna av sina (långa) reala obligationer när jämförelsen utgår ifrån vad en alternativ upplåning skulle ha kostat på marginalen. I den andra vågskålen ligger att såväl refinansieringsrisken som ränteomsättningsrisken är högre när löptiden är kortare.

Med Riksgäldens metod är löptiden och risken likvärdiga vilket är tilltalande. Nackdelen är att jämförelseobjektet inte är det troliga alternativet. Det andra exemplet är mer sannolikt men både löptid och risk skiljer sig åt. Båda tillvägagångssätten har således brister.

Skulle jämförelsen göras för mycket stora volymer, och Riksgäldens beräkningar gäller hela stocken av realobligationer, tillkommer

frågeställningen om hur mycket en sådan upplåning skulle påverka upplåningsräntan på de nominella statsobligationerna.

Enligt min bedömning vore det mest rimliga att skapa en tänkt jämförelseportfölj. Den skulle sannolikt innehålla större upplåning i flera instrument men framförallt av nominella statsobligationer. I jämförelseportföljen skulle löptiden för den nominella statsobligationsstocken vara längre för att kompensera för avsaknaden av långa realobligationer. Kostnaden för en realobligation skulle då kunna jämföras med kostnaden för jämförelseportföljen.

Ett liknande resonemang kan föras beträffande Riksgäldens beräkningar av besparingen av utnyttjandet av ränteswappar. Enligt Riksgälden uppgår det samlade resultatet av ränteswappar under 2003–2011 till drygt 11 miljarder kronor. Riksgälden lånar upp nominella statsobligationer och via en ränteswapp byts den fasta räntan mot en rörlig ränta (Stibor). Den kalkylmässiga vinsten på över 11 miljarder kronor uppstår genom att den rörliga räntan i normala fall varit lägre än den långa fasta.

Enligt regeringens riktlinjer för kostnader och risk skall löptiden mätas med genomsnittlig räntebindningstid. Mot den bakgrunden borde den swappade rörliga räntan som Riksgälden betalar snarare jämföras med kostnaden att låna upp samma belopp via statsskuldväxlar. En sådan jämförelse skulle visa på betydligt lägre besparingar av att utnyttja ränteswappar.

Riksgälden anger att marknaden för statsskuldväxlar inte är tillräckligt djup för att ersätta ränteswapparna med växlar.⁶ Under åren 2007–2011 minskade stocken statsskuldväxlar med i genomsnitt 37 miljarder kronor per år. Under samma period har nettot av ränteswappar ökat med i genomsnitt 8 miljarder per år. Jag kan inte avgöra hur stora volymer statsskuldväxlar som marknaden hade kunnat svälja. Man kan dock konstateras att auktionerna på sammanlagt 320 miljarder kronor resulterade i bud på 581 miljarder kronor år 2010. Teckningskvoterna för 2010 och 2011 låg på 1,8–1,9 vilket är lägre än de 2,0–2,5 som gällde under de fem förutvarande åren. Det är en indikation på en minskad efterfrågan på växlar. Icke desto mindre antyder teckningskvoterna att det finnas visst utrymme att expandera volymerna. Riksgälden skriver själva ”om statsskulden skulle bli betydligt större kan vi öka upplåningen i statsskuldväxlar”.⁷

Oavsett vilket utrymme som finns skulle en jämförelse mellan ränteswappar och statsskuldväxlar ge en uppfattning av hur stor skillnaden skulle vara om marknaden kunde ha tagit en större volym växlar. I ett annat sammanhang konstaterar Riksgälden att ”jämfört med

⁶ Riksgälden (2010).

⁷ Riksgälden (2011b), sid. 17.

upplåning i swappade statsobligationer är statsskuldväxelupplåning i princip kostnadsneutral”.⁸

En faktor som enligt Riksgälden medverkat till att de har valt att låna statsobligationer och använda ränteswappar istället för att låna upp via statsskuldväxlar är att gälden vill värna infrastrukturen och likviditeten i statsobligationsmarknaden. Därtill minskar refinansieringsrisken. Betydelsen av likviditet är en frågeställning som berörs i avsnitt 5.2.

Vad innebär rättvisande jämförelser? Något entydigt svar på den frågan finns tyvärr inte och som bör ha framgått är alla beräkningar av alternativa upplåningskostnader behäftade med problem. Min ståndpunkt är att Riksgälden gör statiska jämförelser som är rättframma och enkla men inte realistiska i den bemärkelsen att de inte utgår ifrån vad en alternativ upplåning skulle kosta. De överskattar därför vinsterna av vissa upplåningsformer. I dagsläget synes, inte minst givet Riksgäldens prioriteringar vad avser av vikten att upprätthålla en likvid marknad för nominella kronobligationer, den alternativa upplåningskanalen vara kronobligationer.

Min rekommendation är att regeringen och Riksgälden ser över hur jämförelser mellan olika upplåningsformer bör ske. Den mest rimliga jämförelsen är enligt mitt menande med en upplåning av nominella statsobligationer med den löptid som bedöms som rimlig om den nominella skulden var betydligt större. Uttryckt i andra termer så bör man skapa en tänkt benchmarkportfölj med vilken upplåningskostnader för olika instrument kan jämföras.

5 Riksgäldens tillämpning

Riksgäldens uppgift är att minimera kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk. Någon exakt beräkning av hur väl de lyckats uppfylla detta kan inte göras då målformuleringen med nödvändighet är oprecis. Riksgälden lägger stor vikt vid långsiktighet och förutsägbarhet – en form av marknadsvård – vilket medför att de inte gör upplåningen utifrån en räntesyn utan istället försöker skapa en välfungerande infrastruktur och goda marknadsförhållanden vilket i förlängningen skall generera låga upplåningskostnader.

Riksgälden har följt regeringens riktlinjer för skuldandelar. Den reala andelen har varit något hög, 27 procent mot målsatta 25 procent under 2011. Den reala skulden är dock svår att anpassa löpande då den består av ett fåtal lån vilket medför att det ur kostnadssynpunkt inte är rimligt att eftersträva att nå målet vid varje tidpunkt. Ett lån på 23 miljarder kronor förfaller i april i år vilket kommer att ge Riksgälden möjlighet att återställa den reala skuldens skuldandel till avsedd storlek.

⁸ Riksgälden (2011b), sid. 17.

Löptiden för den reala skulden har legat inom det angivna intervallet på 8–10 år. Med en ringa upplåning i reala obligationer framöver kommer riktlinjerna för löptidsintervallet att behöva ses över. Den nominella skulden har i genomsnitt legat nära målet om en löptid på 3,1 år. Vid utgången av 2011 uppgick löptiden till 2,7 år vilket är en bit ifrån målet.

Riksgälden har under 2011 haft möjlighet att utöka den riktigt långa upplåningen från cirka 40 till 65 miljarder kronor. Så har inte skett trots att ränteläget varit extremt fördelaktigt under senare delen av 2011. Det var först när regeringens riktlinjer för 2012 ändrade taket för denna form av upplåning till en målsatt nivå som Riksgälden aviserade att de ämnade öka upplåningen av riktigt långa nominella statsobligationer. En bidragande orsak till att Riksgälden valde att inte ta upp ett långt lån vara att lånebehovet var begränsat. Nettolånebehovet var -68 miljarder kronor under 2011. Totalt lånade Riksgälden upp statsobligationer för 41,5 miljarder kronor varav 9,5 miljarder kronor swappades till euro för Riksbankens räkning. Den stora delen gick till att bygga upp likviditeten i den nya tioåriga obligationen. Riksgälden valde således att prioritera långsiktig marknadsvård före att utnyttja den möjlighet att låna upp långt som riktlinjerna medgav.

De marknadsvårdande insatser som Riksgälden gör renderar en hög uppskattning. Deras samverkan med marknadens aktörer får mycket högt betyg i de samtal jag fört med representanter från den gruppen.⁹ Riksgälden beskrivs vara mycket engagerade i att skapa en väl fungerande marknadsplats och infrastruktur. Det nämndes speciellt som positivt att Riksgälden även för en dialog med investerarkollektivet. Vidare beskrevs medarbetarna som öppna och lyhörda och det finns en bra dialog med marknadens olika aktörer. Därtill uppskattar marknadsaktörerna att Riksgälden är transparent och förutsägbar.

Det finns en kritik mot hur syndikeringen av 30-års-lånet genomfördes i början av 2009. Informationsgivningen i samband med syndikeringen har beskrivits som ojämn och oklar. Det är dock oklart i vilken utsträckning som problemen främst berodde på Riksgälden eller på de banker som deltog i syndikeringen. För flera banker var det första gången de genomförde en syndikering i Sverige och en rätt allmän uppfattning tycks vara att de inte i enlighet med riktlinjerna upprätthöll en klar linje mellan dem som deltog i syndikeringen och övriga delar av banken. Det finns tidiga indikationer på att den pågående syndikeringen av ett 20-årigt lån kommer att fungera betydligt bättre.

Några placerare har klagat på att Riksgäldens villkor vid byten av obligationer är väl hårda. Ur ett skattebetalarperspektiv synes dock sådana klagomål tyda på att Riksgälden är kostnadseffektiva vilket är i samklang med målet om kostnadsminimering.

⁹ Bland annat på ett möte med Penningmarknadsrådet den 18 januari.

Ett tydligt tecken på att Riksgälden sköter verksamheten på ett tillfredsställande sätt ur marknadsaktörernas synvinkel är den årliga utvärdering som TSN SIFO Prospera genomför på uppdrag av Riksgälden. Riksgälden får överlag ett gott betyg av såväl återförsäljarna som investerarkollektivet. Noterbart är att ingen av de internationella investerarna, som har en överblick av andra skuldkontors verksamhet, anser att Riksgälden är sämre än sina internationella kollegor. Relativt många anser att de gör ett bättre jobb.

Tabell 2. Riksgälden jämfört med andra statliga skuldkontor, procent

	Återförsäljare	Svenska investerare	Internationella investerare
Transparens			
Bättre	67	25	63
Sämre	0	3	0
Förmåga att fatta snabba beslut			
Bättre	46	22	27
Sämre	13	0	0
Ledningens tillgänglighet			
Bättre	53	34	45
Sämre	0	0	0

Källa: TSN SIFO Prospera

Min bedömning är att Riksgälden uppfyller målsättningen om en kostnadseffektiv statsskuldsförvaltning även om det inte kan ledas i bevis på ett konkret sätt. Insatserna för marknadsvård och Riksgäldens öppenhet och tillgänglighet får ett mycket gott betyg av marknadens aktörer.

5.1 Provisionskostnader

I uppdragsbeskrivningen nämns specifikt att Riksgäldens provisionskostnader skall utvärderas. Provisioner betalas företrädesvis ut till olika marknadsaktörer för att de upprätthåller infrastrukturen i marknaden, säljer, marknadsför och löser in Riksgäldens produkter. Därtill utgår det provision till de externa förvaltare som arbetar på Riksgäldens uppdrag. De externa förvaltarna erhåller både en fast och en rörlig provision där den senare baseras på deras resultat. I box 1 redogörs för hur provisioner används i olika delar av Riksgäldens verksamhet.

Box 1. Ersättning till Riksgäldens samarbetspartners

Nominella och reala obligationer: Riksgälden betalar en fast och en rörlig del i försäljningsprovision till sina återförsäljare. Den rörliga delen är relaterad till återförsäljarnas marknadsandel på primär- respektive andrahandsmarknaden. Utifrån Riksgäldens perspektiv är ersättningen fast, oavsett upplåningsvolym.

Statsskuldväxlar: Det utgår en fast ersättning på 5 miljoner kronor till återförsäljarna.

Utländska obligationer: När Riksgälden ger ut obligationer i utländsk valuta utgår provisioner. Provisionskostnaden är direkt relaterad till volymen.

Terminer: Vid handel i terminer utgår provisioner per kontrakt. Provisionskostnaden är direkt relaterad till volymen.

Premieobligationer: Riksgälden betalar ersättning till återförsäljarna relaterat till deras volym. Vidare utgår ersättning till det företag som sköter ärendehantering för Riksgäldens egen försäljning. Däremot belastar ersättningen till VPC för vinstutbetalningar och inlösen Riksgäldens vanliga anslag.

Provision till externa förvaltare: Ersättningen till de externa förvaltarna består av en fast del och en rörlig del. Den fasta delen uppgår till tre punkter vilket innebär att med en extern förvaltning vars riskmandat beräknas på referensportföljer motsvarande 30–40 miljarder kronor så uppgår den fasta ersättningen till 9–12 miljoner kronor.

En rörlig ersättning utgår om resultatet överstiger 25 punkter. Mellan 25 och 50 punkter erhåller de externa förvaltarna 10 procent av vinsten i provision. När vinsten överskrider 50 punkter stiger ersättningen till 25 procent av vinsten.

Av tabellen nedan framgår hur provisionerna har fördelats på några kategorier under de senaste fem åren. Det första som kan konstateras är att de varierar kraftigt över tiden, från knappt 70 miljoner kronor år 2008 till 212 miljoner året därpå. Det beror på att volymerna vad gäller upplåning via olika instrument och metoder skiljer sig markant åt.

Studerar vi de olika delarna kan det nämnas att försäljningsprovisionerna för premieobligationerna nästan fyrdubblades år 2009 jämfört med 2008. En starkt bidragande orsak var att det andra lånet 2008 kom så sent på året att provisionerna kom att belasta 2009 års anslag. Försäljningsprovisionerna för nominella statsobligationer sexdubblades under samma period vilket berodde på det nya 30-åriga lånet som emitterades genom syndikering.

Tabell 3. Riksgäldens provisionskostnader, mnkr

	2007	2008	2009	2010	2011
Försäljningsprovisioner	61,6	45,6	150,0	71,8	53,1
Nominella statsobligationer	14,2	14,5	89,9	14,2	14,2
Statsskuldväxlar	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Reala obligationer	12,9	14,0	10,0	12,5	12,5
Premieobligationer	29,6	12,1	45,2	40,1	21,4
Futuresprovisioner	9,4	9,8	5,8	8,7	8,2
Provisioner externa förvaltare	10,9	10,5	55,4	20,4	55,8
Inlösenprovisioner	0,9	1,5	0,6	0,3	0,4
Provisioner valutaupplåning	0,0	0,0	-0,2	7,2	0,0
Övriga provisioner	3,1	1,2	0,6	0,3	0,0
Totalt	85,9	68,7	212,3	108,8	117,5

Källa: Riksgälden

Vanligtvis auktionerar Riksgälden ut statsobligationer och då utgår inga extra provisioner. När Riksgälden avsåg att lansera ett extra långt lån bidrog flera faktorer till att försäljningen gjordes genom en syndikering. Det innebär att mellanhänder, vanligtvis banker, sköter försäljningen mot en avgift. Syndikering används ofta internationellt vid upplåning av större volymer. Denna gång ville Riksgälden låna både en stor volym och därtill till en mycket lång löptid. Lånets särart gjorde att det fanns en stor osäkerhet om intresset och priskänsligheten hos investerarna. Mot den bakgrunden bedömdes syndikering vara en säkrare och effektivare upplåningsform. Metoden innebär högre provisioner men utfallet i termer av volym och ränta förväntas vara gynnsammare.¹⁰

Provisionen till de externa förvaltare var höga 2009 och 2011. Det hänger samman med att deras avkastning för 2008 och 2010 var god, 187 miljoner kronor respektive 263 miljoner kronor, vilket resulterade i en betydande rörlig ersättning som betalades ut påföljande år. År 2009 halverades deras avkastning vilket förklarar den betydligt lägre ersättningen som utbetalades 2010.

År 2009 skedde en betydande upplåning i utländska obligationer för Riksbankens räkning då banken bedömde att valutarenservens behövde stärkas väsentligt. De provisioner som upplåningen ger upphov till faktureras Riksbanken och belastar således inte anslaget.

Slutsatsen blir att provisionerna till största delen styrs av vilka upplåningskanaler som används. Några upplåningsinstrument betingar inga rörliga kostnader medan andra gör det. För de största upplåningsvolymerna är försäljningsprovisionerna fasta ur Riksgäldens perspektiv, men fördelningen mellan återförsäljarna varierar utifrån deras marknadsandel. Försäljningsprovisionerna för premieobligationer har ett direkt samband med försäljningsvolymerna. En upplåning via syndikering leder också till höga provisioner som är relaterade till volymen.

¹⁰ Första dagen det 30-åriga lånet registrerades låg räntan 19 punkter under sin tyska motsvarighet vilket får bedömas vara gynnsamt givet att det samma dag skiljde 1 punkt på de tioåriga statsobligationslånen i de två länderna.

Avvägningen mellan olika instrument görs av Riksgälden inom de ramar som regeringen givit genom riktlinjerna för statsskuldens förvaltning. Den avvägningen inkluderar alla kostnader som är förknippade med upplåningen, inklusive räntekostnaden och eventuella provisioner. Sådillvida utgör provisionerna en kostnad som alla andra inom upplåningsverksamheten.

Den andra faktorn av större betydelse för provisionernas storlek är hur väl de externa förvaltarna lyckats med sina uppdrag. Ju högre avkastning desto högre provision. Därmed innebär höga provisioner på det området att kostnaden totalt sett har sjunkit eftersom avkastningen per definition varit hög när provisionerna är höga. De vinsterna redovisas emellertid på anslaget räntor på statsskulden. Som mest erhåller de externa förvaltarna 25 procent av marginalavkastningen.

Av genomgången framgår att det är svårt att bestämma provisionernas storlek i förväg. Ersättningen till de externa förvaltarna kan inte avgöras förrän utvärderingsperioden är till ända. Ett år då ekonomin utvecklas enligt plan kan en prognos av övriga provisioner (exklusive provisioner till externa förvaltare) stämma rätt väl men under år med speciella förhållanden kan de faktiska provisionerna komma att avvika avsevärt från de prognostiserade. Även valet av upplåningsmetod kan, som det 30-åriga syndikerade lånet visade, ge betydande effekt på provisionskostnaderna. Valet av upplåningsinstrument och metod måste göras utifrån rådande marknadsförhållanden i fall målet om kostnadsminimering skall kunna uppfyllas. Att begränsa Riksgäldens manöverutrymme genom att ha fasta anslag för provisioner skulle kunna vara kontraproduktivt, speciellt i besvärliga lägen när upplåningsbehovet stiger snabbt.

Det faktum att provisioner och räntekostnaden är två delar av upplåningskostnaden och att Riksgälden emellanåt kan välja metod som ger olika utslag på respektive del av upplåningskostnaden talar för att dessa kostnader bör redovisas på samma sätt och under samma utgiftsområde. Ingen av kostnaderna kan beräknas med någon precision i förväg vilket innebär att anslagen bör ligga utanför utgiftstaket. Ett tak på enbart provisionskostnaderna skulle kunna begränsa Riksgäldens möjligheter att minimera de långsiktiga kostnaderna för statsskulden utan någon tydlig fördel.

Då det inte går att fastställa provisionernas omfattning i förväg utan att riskera att de sammanlagda kostnaderna för statsupplåningen stiger kan inte heller inte anslaget för provisioner ha en god träffsäkerhet. Utifrån en preliminär plan över lånebehovet, framför allt vad gäller premieobligationer, kan en uppskattning göras. En eventuell syndikering, större upplåning i utländska obligationer samt de externa förvaltarnas avkastning under andra halvåret samma år som budgeten läggs kan emellertid kraftigt förändra förutsättningarna.

Det rimliga angreppssättet torde därför vara att göra en bedömning utifrån tänkta upplåningsplaner och avsätta ett belopp som täcker de planerade provisionerna. Samtidigt måste man acceptera att sker förändringar i upplåningsplanerna och att provisionerna därför kan bli högre. Det kan i sammanhanget vara värt att påminna att anslaget för räntor på statsskulden uppgår till 21,7 miljarder kronor för 2012 medan anslaget för Riksgäldens provisionskostnader i samband med upplåning och skuldförvaltning uppgår till 160 miljoner kronor.¹¹ Anslagen bör ses i ett sammanhang då den bakomliggande tanken är att de upplåningskanaler där provisioner förekommer skall ha en lägre räntekostnad och/eller innebära en riskspridning, d.v.s. sammantaget skall det leda till en bättre måluppfyllelse.

Ovanstående hindrar inte att det är Riksgäldens löpande ansvar att säkerställa att provisionerna är så låga som möjligt givet de syften de skall uppfylla. En fråga som synes värd att fördjupa sig i är om det är möjligt att reducera de rörliga ersättningarna till de externa förvaltarna. En annan tänkbar besparingskälla är att se över möjligheterna att utöka den egna försäljningen av premieobligationer då återförsäljarnas provisioner för hanteringen är 5–7 gånger dyrare än försäljning i egen regi.¹² Även de fasta provisionskostnaderna bör ses över löpande. Det ligger emellertid utanför ramen för denna rapport att undersöka vilka besparingsmöjligheter som de facto existerar.

Det är min bedömning att provisionskostnader och räntekostnader skall ses i ett sammanhang. Det kan vara kontraproduktivt att försöka minimera provisionskostnaderna då det kan medföra att Riksgälden tvingas välja ett för stunden mindre kostnadseffektivt upplåningsinstrument eller upplåningsmetod.

6 Statsskuldens robusthet

Flera faktorer kommer att påverka statsskulden och statsobligationsmarknaden under de kommande åren. Statsskulden väntas minska i nominella termer över tid samtidigt som omvärldsutvecklingen kan komma att påverka efterfrågan på svenska statspapper. Det handlar

¹¹ En helt separat fråga är storleken på anslaget. I enlighet med vad jag anförut om sambandet mellan de två olika anslagen och svårigheterna att prognostisera dem anser jag den frågan vara av mindre vikt. Det kan dock konstateras att mot bakgrund av det begränsade upplåningsbehovet i instrument som betingar rörliga kostnader så synes anslaget för 2012 inkorporerat en viss sannolikhet för att provisionerna kan bli större än förväntat. Så lär också bli fallet eftersom Riksgälden kommer att använda sig av syndikering när de ger ut ett 20-årigt lån.

¹² Riksgälden kan emellertid inte leverera premieobligationer direkt till kundernas depåer utan den försäljningen måste gå via återförsäljare. Det är cirka 15 procent av kundstocken som har depå. Återförsäljarna har också möjlighet att erbjuda en högre service genom att de kan dra likviditet direkt från kundens bankkonto medan Riksgälden måste skicka inbetalningskort. Egenförsäljningen har ökat över tiden och låg på knappt 60 procent för det senaste lånet.

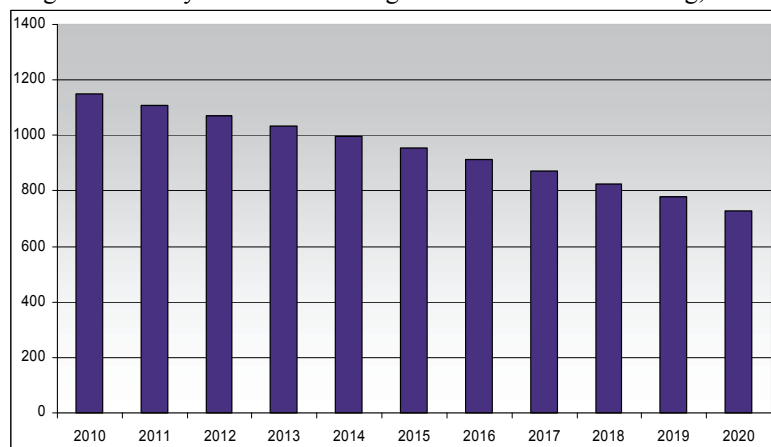
framför allt om olika regelförändringar i finanskrisens spår i syfte att stärka det finansiella systemets stabilitet.

6.1 Fallande statsskuld innebär nya utmaningar för Riksgälden

Eftersom Sverige har ett överskottsmål motsvarande en procent av BNP över konjunkturcykeln så kommer, under förutsättning att målet uppnås, statsskulden minska snabbt som andel av BNP men även i nominella termer. Om regeringen därtill genomför några av de aviserade privatiseringarna kommer statsskulden att minska i än snabbare takt.

Under antagandet att överskottsmålet uppnås varje år och inga privatiseringar sker så skulle statsskulden utvecklas på det sätt som återges i diagram 2. Skulden minskar löpande i enlighet med antagandet om ett överskott på en procent per år.¹³ Om Riksbanken väljer att återgå till den storlek på valutaservisen som de hade före den finansiella krisen så blir statsskulden ytterligare cirka 100 miljarder kronor lägre.

Diagram 3. Kalkylbaserad beräkning av statsskuldens utveckling, mdr kr



Källa: Egna beräkningar

Den förväntade utvecklingen innebär att Riksgälden måste minska upplåningen. Det kan då ske genom att dra ned upplåningen lika mycket över alla instrument eller genom att prioritera vissa upplåningskanaler framför andra. I dagsläget styrs upplåningen av de av regeringen beslutade skuldandelarna men dessa kan, och bör, ändras när de yttre förhållandena, inte minst statsskuldens storlek, förändras.

¹³ Förvisso är statsskuldens förändring vanligen skild från överskottet i det offentliga sparande på grund av flera faktorer såsom i vilken sektor överskottet uppstår, värdeförändringar i skulden, myndigheternas lån i Riksgälden m.m. På längre sikt är det emellertid det offentliga sparandet en relativt god approximation för förändringen i statsskulden så länge inga privatiseringar eller andra mer extraordinära transaktioner genomförs.

Eftersom basen i statsskuldsförvaltningen utgörs av nominella obligationer bör dessa prioriteras. Stocken bör om man utgår ifrån det danska exemplet (se avsnitt 5.2) uppgå till åtminstone 300 miljarder kronor för att upprätthålla en likvid marknad. Därutöver tillkommer de 60 miljarder kronor i obligationer med en löptid över tolv år som regeringens riktlinjer för 2012 föreskriver. Detta skulle lägga ett golv på drygt 350 miljarder kronor. Om vi skriver upp behovet med förväntad inflation handlar det snarare om 450 miljarder kronor mot slutet av beräkningsperioden.

En kraftig uppgång i lånebehovet vid en eventuell kris måste åtminstone på kort sikt tillfredsställas via upplåning i utländsk valuta då den internationella kapitalmarknaden är så mycket större än kronmarknaden. Våra egna erfarenheter från 1990-talskrisen och andra länders nyvunna erfarenheter från den senaste krisen talar för att den inhemska investerarbasen inte mår med stora och snabba uppgångar i lånebehovet. Det är i ett sådant läge en stor fördel att ha kompetens för upplåning på de internationella kapitalmarknaderna. Beredskapsskäl talar således för att bibehålla kompetensen inom detta område.

Enligt Riksgälden behöver de ta upp 1–2 lån i utländsk valuta per år för att behålla erforderlig marknadskontakt och kompetens. Det motsvarar en lånevolym på cirka 20 miljarder kronor per år om lånens nuvarande volymer bibehålls. Med undantag av några små äldre lån har alla lån i utländsk valuta en löptid på 2–5 år. Totalt sett skulle valutalånen under dessa förutsättningar kunna minskas ned från nuvarande 120 miljarder kronor¹⁴ (175 miljarder kronor inklusive upplåning i commercial papers) till 70–80 miljarder kronor under den tänkta tidsperioden. Utlåningen på 95 miljarder kronor till Riksbanken antas dock bestå vilket sätter en nedre gräns för obligationslånen i utländsk valuta.¹⁵ Till detta belopp tillkommer kortsiktig upplåning via commercial papers som beräknas till cirka 25 miljarder kronor i framtiden. Totalt blir det således 120 miljarder kronor.

Under perioden förfaller reala obligationer för 150 miljarder kronor (plus tillkommande inflationskompensation) och privatmarknadslån på 60 miljarder kronor. Därtill har Riksgälden redan indikerat att statsskuldväxlar är en upplåningskanal som kan läggas ned om statsskulden minskar framöver.¹⁶ Stocken statsskuldväxlar uppgick i genomsnitt till 80 miljarder kronor under 2011.

¹⁴ Det finns en betydande skillnad mellan skuldandelar och exponering. En betydande del av skulden i utländsk valuta uppnås genom upplåning i kronobligationer som sedan swappas till en exponering i utländsk valuta. Inklusive den delen uppgick exponeringen i utländsk valuta till 244 miljarder kronor vid utgången av 2011.

¹⁵ Valutareservens framtida storlek är föremål för en offentlig utredning som skall redovisas den 15 augusti 2012 enligt de ursprungliga planerna. På grund av att utredningsmannen avgick förväntas emellertid utredningen bli försenad. Ifall valutareserven skall behållas på nuvarande nivå, och finansieras via lån i Riksgälden, måste upplåning i utländska obligationer vara i linje med vad som antagits i räkneexemplet.

¹⁶ Riksgälden (2011b) sid.17.

Lägger vi ihop vad en nedläggning av privatmarknaden och statsskuldväxelmärknaden, ingen nyupplåning i reala obligationer samt en reduktion av skulden i utländsk valuta medför så handlar det om cirka 320 miljarder kronor fram till år 2020. Det är mindre än den beräknade nedgången i statsskulden på 375 miljarder kronor under samma period. Det blir under dessa förutsättningar svårt att bibehålla nuvarande stock av nominella statsobligationer och den förutses behöva minskas med cirka 50 miljarder kronor.

Tabell 4. Tänkbar utveckling av olika upplåningskanaler

	2011	2020
Statsobligationer	547	500
Valutalån	175	120
Realobligationer	216	73
Statsskuldväxlar	72	0
Privatmarknadslån	58	0
Likviditetsförvaltning	45	40
Övrigt	-5	-3
Totalt	1108	730

Källa: Riksgälden samt egna antaganden och beräkningar

Räkneexemplet visar att en utveckling med minskad statsskuld i linje med överskottsmålet ställer stora krav på prioriteringar från regeringen och Riksgäldens sida. De nuvarande riktlinjerna beträffande skuldandelar behöver ses över vilket påpekades i granskningen av statsskuldens förvaltning för två år sedan. Regeringen har som nämnts givit Riksgälden i uppdrag att analysera denna frågeställning och en slutrapport kommer att lämnas till hösten.

Regeringen rekommenderas att efter att Riksgälden redovisat sin slutrapport om skuldandelarna besluta hur de framtida skuldandelarna och deras löptid skall vara utformade i ett läge med lägre statsskuld. Frågeställningen är inte akut men spänningar mellan dagens riktlinjer och utvecklingen av statsskulden kommer att uppstå inom några år. Med en allt lägre statsskuld bör riktlinjerna utformas på ett annat sätt än med fasta skuldandelar.

Riksgälden har väckt frågan om att staten skulle låna upp mer medel än som krävs för statens löpande verksamhet för att säkerställa att statsobligationsmarknaden förblir likvid. Den frågeställningen synes vara väckt väl tidigt. Som räkneexemplet visar kan emellertid Riksgälden inte upprätthålla den nuvarande volymen nominella statsobligationer fram till 2020 under de antagna förutsättningarna. Innan frågan om att staten skall låna upp medel som sedan skall förvaltas övervägs borde staten pröva att lyfta in upplåning som idag sker hos andra statliga aktörer till Riksgälden. En sådan åtgärd skulle sänka den sammantagna upplåningskostnaden samtidigt som statsobligationsmarknaden likviditet

skulle förbättras. Enligt min tentativa bedömning vore en sådan åtgärd att föredra före Riksgäldens förslag om överupplåning.¹⁷

Den här skissade utvecklingen innebär att det inte sker någon nyupplåning av reala obligationer samt att privatmarknaden och statsskuldväxelmärknaden läggs ned. Som nämnts i avsnitt 4.2 anser jag att Riksgäldens nuvarande mätmetod underskattar kostnaden för realobligationer. Men tanken bakom att ha flera upplåningskanaler är att det ger en diversifiering som skall ge tillgång till en bredare investerarkrets, lägre refinansieringsrisk och eventuellt även lägre upplåningskostnad. Att då strypa realobligationsmarknaden riskerar i teorin därför att ge högre upplåningskostnad.

Det skall dock konstateras att det inte handlar om en överflyttning av upplåningen till en annan kanal. Upplåningen på den nominella obligationsmarknaden ökar inte så upplåningskostnaden för den kanalen stiger inte. Den skulle i och för sig kunna sjunka om upplåning av statsobligationer minskar men här har Riksgälden redan tagit ställning till att marknadsvård av den marknaden väger tyngre. Därtill fyllde realobligationer tidigare en viss signalroll i termer av att staten inte kunde inflatera bort den skulden. En betydande upplåning via realobligationer gav därför ett stöd till inflationsmålet. Numera är emellertid inflationsmålet så etablerat att signalvärdet av att ha en realobligationsmarknad får betraktas som ringa.

De svenska aktörer som absolut vill ha realobligationer får i ett sådant scenario nöja sig med de lån som förfaller 2028 samt att verka på de utländska realobligationsmarknader som fortfarande expanderar.

Statsskuldväxelmärknaden har varit en central del av den svenska finansmarknaden. De korta statsskuldväxlarna utgör den riskfria räntan. Redan neddragningen av volymen statsskuldväxlar från runt 250 miljarder kronor för fem år sedan till dagens nivå på drygt 70 miljarder kronor har resulterat i kritik från dem som ser statsskuldväxlar som en hörnsten i den finansiella marknaden. Krisen 2008 visade också hur stark efterfrågan på statsskuldväxlar kan bli i orostider.

I dagsläget har många placerare index som refererar till statsskuldväxlar och tvingar dem att hålla växlar. Sådana regler får naturligtvis skrivas om ifall växlarna skulle försvinna från marknaden. Andra värdepapper, såsom Kommuninvests certifikat, kompletterar redan statsskuldväxlar. Enligt Riksgälden har aktörerna på penningmarknaden i stor utsträckning

¹⁷ Ett annat alternativ vore att överge överskottsmålet och till exempel ha som mål att ha balans i de offentliga finanserna sett över konjunkturcykeln. En sådan förändring skulle upprätthålla statsskulden i nominella termer (exklusive effekterna av eventuella privatiseringar) och därigenom minska behovet av att lägga ned några upplåningskanaler. En sådan frågeställning omfattar emellertid långt fler frågor än de som rör statsskuldsvärvaltningen och ligger därför utanför ramen för denna rapport.

ersatt statsskuldväxlar med andra instrument och att det tänkbart att lägga ned statsskuldväxelmärket om statsskulden minskar väsentligt.¹⁸

Kostnaderna att ställa om till en marknad utan statsskuldväxlar får betecknas som måttliga. Däremot torde kostnaderna för att återupprätta en marknad vara större. Marknadsaktörerna kommer då att ha etablerat nya placeringsalternativ som sannolikt genererar en högre avkastning (till högre risk) och det kan ta tid att återerövra den position som instrumentet har idag. Dock är det troligt att ett återöppnande av denna upplåningskanal bara skulle komma att ske om svenska statens upplåningsbehov stiger kraftigt. Det blir med största sannolikhet i orostider, d.v.s. i ett läge då efterfrågan på korta, riskfria statspapper som statsskuldväxlar torde vara mycket stor, vilket skulle förenkla en uppstart under den starka förutsättningen att investerarna har förtroende för att de svenska statsfinanserna är långsiktigt hållbara.

6.2 Likviditet

Många investerare lägger stor vikt vid likviditet. En likvid marknad innebär att investeraren kan förlita sig på att tillgångarna kan omsättas utan att prissättningen påverkas (nämnvärt). Det innebär att investeraren vid varje tidpunkt känner till marknadsvärdet på sina tillgångar och kan frigöra dem vid behov. En god likviditet skapar därigenom förutsättningar för lägre upplåningskostnader genom att fler investerare kan tänka sig att placera sina medel där.

Riksgälden lägger stor vikt vid marknadsvård och beträffande upplåningen via nominella obligationer är kanske de viktigaste elementen i marknadsvården att upprätthålla transparens och en god likviditet. En tillfredsställande volym i varje utestående lån är grunden för en god likviditet. Sedan länge koncentreras därför upplåningen i nominella statsobligationer i benchmarkslån med stora volymer. För svensk del ligger de utestående volymerna på cirka 50–80 miljarder kronor. Danmarks Nationalbank uppskattade, eller lät de lokala marknadsaktörerna uppskatta, att varje utestående lån borde ha en volym på 50 miljarder danska kronor för att uppnå en tillfredsställande likviditet.¹⁹ I Europa är det vanligt med en volym på 10 miljarder euro per lån.

Storleken på olika länders nominella obligationsskuld skiljer sig rätt mycket åt. I början av seklet låg stocken beräknat som andel av BNP på 30–40 procent för några utvalda länder, se tabell 5. Norge och Australien sticker ut då deras stock bara uppgick till 10 procent av BNP. De nordiska länderna, exklusive Norge, minskade sin statsskuld och sin stock av nominella obligationer mätt som andel av BNP fram till krisen

¹⁸ Riksgälden (2012) sid 17.

¹⁹ Danmarks Nationalbank (2008).

2008. Skillnaden i stockens storlek visavi Frankrike, ett land som inte stärkte sina statsfinanser under samma period, växte ganska markant.

Tabell 5. Stocken av nominella obligationer som andel av BNP

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Norge	10	8	8	10	8	8	9	8	8	9
Danmark	39	37	36	34	33	28	26	24	26	31
Finland	33	29	28	34	33	34	30	27	25	29
Frankrike	39	39	39	40	40	40	39	38	38	42
Sverige	27	22	21	22	22	20	19	16	16	16
Australien	10	8	7	7	6	6	5	5	4	6
Storbritannien	27	23	22	23	24	26	26	26	37	52

Källa: OECD Central Government Debt: Statistical Yearbook 2010

Samtidigt kan det konstateras att under lugna förhållanden synes inte skillnaden i volym ha någon större inverkan på prissättningen. Inom euroområdet har alla länder naturligtvis samma styrränta och år 2007 var den allmänna uppfattningen på marknaden att kreditrisken och växelkursrisken inom valutaområdet var noll. Skillnaderna mellan olika länders obligationsränta återspeglade då likviditetspremien. Den visade sig vara obefintlig då länderna i princip hade samma ränta trots att statsskuldens storlek varierade ganska rejält. Frankrikes statsskuld var mer än dubbelt så stor som Danmarks mätt som andel av BNP. Deras obligationsstock var betydligt större som andel av BNP. Därtill ökade utlänningarna sin andel av den franska skulden markant från 34 procent 2000 till 67 procent år 2009 medan utlänningarnas andel av den danska skulden låg relativt konstant på drygt 40 procent. Trots flera tecken på en bättre likviditet i den franska marknaden så var räntan på en tioårig statsobligation i genomsnitt 1 punkt lägre i Danmark under 2007. Förvisso finns det en liten valutarisk beträffande Danmark men den är marginell.²⁰ För övrigt gäller resonemanget även vid en jämförelse mellan Frankrike och Finland med undantaget av att utlänningarna kraftigt ökat sitt innehav av finska statsobligationer och nu äger mer än 90 procent av stocken.

Tabell 6. Små ränteskillnader 2007, tioåriga statsobligationer

	Räntedifferens mot Tyskland	Statsskuld/BNP
Italien	15	113
Irland	7	29
Spanien	8	42
Frankrike	7	72
Finland	6	41
Danmark	6	34
Sverige	-6	49
Storbritannien	79	47

Källa: Ecwin och OECD

Man kan vidare konstatera att den danska förbättringen av statsfinanserna medförde att deras upplåningskostnad sjönk jämfört med Frankrikes. År 2000 var deras nominella obligationsstock lika stor som andel av BNP. Sju år senare var den franska kvoten i princip oförändrad medan den

²⁰ Danmark är medlem i ERM 2 och bedriver en fastväxelkurspolitik. Centralkursen mot euron är 7,46 och kursen har legat inom intervallet 7,42–7,47 sedan 1999.

danska minskat med 15 procentenheter. Under perioden sjönk ränteskillnaden från 25 punkter till Frankrikes fördel till att vara noll.

Räntenivån ger en viss information men en annan aspekt på likviditet är hur mycket priset på obligationerna varierar över tiden. Det visar sig att år 2007 så var standardavvikelsen mer eller mindre densamma i länderna inom valutaunionen. Ett land som har en låg skuld och enligt marknadsaktörer en dålig likviditet är Norge. Standardavvikelsen för norska statsobligationer var förvisso högre än för svenska och euroländernas statsobligationer men skillnaden var inte avskräckande vilket bevisas av att utlänningarnas andel av innehavet ökade från drygt 30 procent i början av seklet till cirka 45 procent 2009.

Tabell 7. Samma standardavvikelse för tioåriga obligationer 2007

Italien	0,20
Irland	0,21
Spanien	0,20
Frankrike	0,20
Finland	0,21
Danmark	0,22
Tyskland	0,20
Sverige	0,21
Norge	0,25
Storbritannien	0,24

Källa: Ecwin

Det är emellertid så att det är större sannolikhet att investerarna vill förändra sammansättningen i sina portföljer när de ekonomiska utsikterna förändras snabbt än under perioder med stabila förhållanden. Därför är likvida marknader viktigare i turbulenta tider än under stabila perioder. Under 2010/2011 steg kreditrisken kraftigt för flera länder och därtill återkom en, om än diffus, valutakursrisk inom euroområdet i enstaka fall. Dessa risker dominerade prissättningen på marknaden och det är därför svårt att uppskatta likviditetspremien. Ett land som Sverige med tydligt lägre djup och sämre likviditet än Tyskland hade en lägre ränta under större delen av 2011. Storbritannien vars statsskuld har ökat dramatiskt, och är klart högre än Spaniens, har mycket låg upplåningskostnad vilket främst kan tillskrivas det faktum att landet har en egen centralbank och en rörlig växelkurs.

Tabell 8. Ökande ränteskillnader 2011, tioåriga statsobligationer

	Räntedifferens mot Tyskland	Statsskuld/BNP
Italien	271	128
Irland	710	113
Spanien	280	74
Frankrike	66	99
Finland	35	61
Danmark	9	56
Sverige	-5	46
Storbritannien	36	90

Källa: Ecwin och OECD

Standardavvikelsen varierar betydligt mer under ett turbulent år som 2011. Något överraskande ligger Sverige relativt högt i jämförelsen. Det återspeglar sannolikt det stora intresset för svenska obligationer när investerarna velat minska risken i sina portföljer. Det är vidare noterbart att Norge står sig väl, trots en allmänt erkänd låg likviditet.

Sammantaget är andra faktorer, såsom statsskuld, budgetunderskott samt förekomsten av en nationell penningpolitik viktigare än likviditeten för ränteutveckling och standardavvikelse och därmed i förlängningen även för statsskuldsförvaltningen. Det kan i sammanhanget noteras att Sverige tillfredsställer alla dessa kriterier och tillhör de främsta vad gäller god ordning i statsfinanserna.

Tabell 9. Standardavvikelse för tioåriga statsobligationer 2011

Italien	0,78
Irland	1,37
Spanien	0,36
Franrike	0,33
Finland	0,44
Danmark	0,55
Tyskland	0,57
Sverige	0,68
Norge	0,49
Storbritannien	0,60

Källa: Ecowin

Att likviditet tillhör andra ordningens faktorer innebär inte att det är en oviktig faktor. Om vi jämför oss med våra grannländer så kan vi konstatera att Danmark angett att gränsen för en acceptabel likviditet går vid en volym på cirka 50 miljarder danska kronor (motsvarande 60 miljarder svenska kronor) per lån vilket under förutsättningen att det bör finnas fem lån motsvarar cirka 15 procent av BNP.²¹ Norge med en omtalat låg likviditet har cirka 30 miljarder norska kronor (motsvarande 35 miljarder svenska kronor) i volym i respektive lån med längre löptider. Den svenska nominella kronskulden ligger på knappt 550 miljarder kronor varav cirka 40 miljarder kronor utgörs av ett långt lån med en löptid på 28 år. Således finns det cirka 500 miljarder att fördela på statsobligationer med ”vanlig” löptid. Utifrån våra grannländers agerande och resonemang är fem olika lån önskvärt för att upprätthålla en avkastningskurva. För svensk del innebär fem lån att varje lån skulle uppgå till 100 miljarder kronor vilket är betydligt högre än önskemålet från de danska marknadsaktörerna. Idag ligger de svenska volymerna på 50–80 miljarder kronor per lån med förfall nästan varje år istället för vartannat som utgör en tänkt miniminivå.

I dagsläget finns det således få indikationer på att likviditeten utgör ett problem ur ett upplåningsperspektiv. Däremot rapporterar marknadsaktörer om en försämrad likviditet och ”pappersbrist” på den svenska marknaden. Data över omsättningen på statsobligationer visar på en klar nedgång, cirka 20 procent, i avistahandeln under andra halvåret

²¹ Danmarks Nationalbank (2008).

2011 jämfört med andra halvåret de två föregående åren. För återförsäljarna var nedgången betydligt mer markerad, runt 50 procent. Terminshandeln minskade en aning andra halvåret 2011 efter att ha stigit med 15 procent under andra halvåret 2010. Antalet återförsäljare på statsobligationsmarknaden har varierat mellan 7–8 sedan 2001 vilket tyder på en stabilitet.

Tabell 10. Omsättning statsobligationer, andra halvåret 2009=100

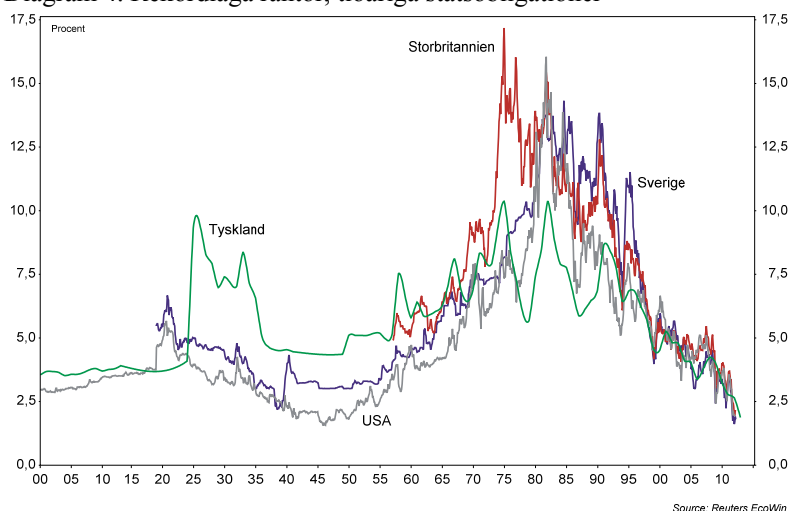
	avista	termin	repor	totalt
2 h 2009	100	100	100	100
2 h 2010	98	115	101	103
2 h 2011	80	111	97	96

Källa: Riksbanken

En frågeställning som såväl Riksgälden som marknadsaktörer lyft fram är att likviditeten påverkas inte bara av obligationsstockens storlek utan även av vilka typer av investerare som verkar på den svenska marknaden. På senare år har obligationshandeln starkt påverkats av att kreditrisken har återuppstått inom valutaunionen. Många investerare har sålt av statsobligationer utgivna av ekonomiskt utsatta länder. Inledningsvis handlade det främst om länder med traditionellt svaga statsfinanser såsom Grekland eller länder vars statsfinanser blev svårt sargade av finanskrisen och dess effekter på den reala ekonomin. Irland är typexemplet på det senare men även Spanien faller inom den kategorin. Under hösten 2011 blev oron allt mer omfattande och räntenivåerna steg för många länder.

Investerarnas allt större ovilja att ha risk medförde att länder med starka statsfinanser och/eller egen valuta fick erfara en stor efterfrågan på sina statsobligationer. Räntan i dessa länder nådde historiskt låga nivåer, med undantag för USA som hade lägre räntor några år under 1940-talet, se diagram 4.

Diagram 4. Rekordlåga räntor, tioåriga statsobligationer



För svensk del har det, enligt bland andra Riksgälden, inneburit att nya aktörer, däribland centralbanker från länder i Asien, Afrika och Sydamerika, investerar i svenska nominella obligationer. Många av dessa håller sina innehav till förfall. Denna typ av placerare bidrar således endast i begränsad omfattning till att upprätthålla omsättning och likviditet på den svenska marknaden.

Riksgälden menar att utvecklingen riskerar att leda till att mer aktiva placerare lämnar den svenska marknaden vilket skulle kunna leda till att ränterörelserna blir större. Samtidigt måste det konstateras att om fler långsiktiga investerare vill placera på den svenska marknaden så minskar utrymmet för andra aktörer om stocken av statsobligationer är konstant. De aktörer som lämnar den svenska marknaden är sannolikt de som är mer kortsiktiga och mer handelsbenägna. Därigenom bidrar de oproportionerligt mycket till att upprätthålla en god likviditet eller när de lämnar den svenska obligationsmarknaden till att försämra likviditeten oproportionerligt mycket.

Nedgången i likviditet och risken för större ränterörelser måste emellertid ställas mot att tillkommande investerare driver ned räntenivån. För svenskt vidkommande har den effekten varit påtaglig. En jämförelse med tre andra länder med starka statsfinanser och/eller hög trovärdighet visar att räntan på tioåriga statsobligationer sjönk mest i Sverige mellan första och sista kvartalet 2011.

Tabell 11. Räntan på tioåriga statsobligationer, genomsnitt

	Kvartal 1 2011	Kvartal 4 2011	Nedgång
Sverige	3,34	1,76	1,58
Tyskland	3,17	1,99	1,18
Finland	3,38	2,52	0,86
Danmark	3,23	2,05	1,18

Källa: Ecwin

Utfallet visar att Sveriges relativa position mot Tyskland och Danmark förbättrades med 40 punkter och mot Finland med cirka 70 punkter. Det är förvisso inte sannolikt att dagens gynnsamma svenska position består i en miljö med mindre riskaversion men det ger ändå en fingervisning om att fördelarna med hög trovärdighet kan vara substantiella under vissa förhållanden. I den rådande miljön får eventuella effekter på likviditeten bedömas vara små i förhållande till vinsten av låga upplåningskostnader.

Att ha en god, eller åtminstone acceptabel, likviditet får bedömas som viktigare i ett läge där utbudet av statsobligationer ökar snabbt än när det är efterfrågan som stiger. Statsskuldsförvaltningen sätts främst på prov i lägen när upplåningsbehovet stiger snabbt. Utvecklingen i Irland visar hur snabbt upplåningsbehovet kan stiga. Landets statsskuld som andel av BNP steg från 29 procent år 2007 till 113 procent 2011 enligt OECD:s prognos. Som framgick av tabell 1 fick många västeuropeiska länder se sin statsskuldskvot öka med 20 procentenheter eller mer under samma period.

En allmän erfarenhet av finanskrisen är att det är viktigt att upprätthålla en fungerande marknad och ett utvecklat kontaktnät med olika investerargrupper. Frågan om likviditet måste därför beaktas ur ett långsiktigt perspektiv.

6.3 Ökad upplåning i omvärlden

Finans- och skuldkrisen har medfört en markant uppgång i utbudet av statsobligationer på världsmarknaden. För hela OECD uppgick budgetunderskottet till 2,7 procent av BNP i genomsnitt under åren 2000–2007. Under 2008–2011 var genomsnittet 5,9 procent d.v.s. mer än dubbelt så stort. För innevarande år är prognosen 4,9 procent. Samtidigt har statsskulden som andel av BNP stigit från 73 procent 2007 till 102 procent år 2011. Lånebehovet är således högt både på grund av att underskotten är höga, om än lägre än för några år sedan, och att statsskulden är på en nivå som bara överträffats i samband med världskrigen.

Investerarkollektivet har mot bakgrund av de svaga statsfinanserna och de begränsade möjligheter att hantera obalanser inom valutaunionen tappat tilltron för en del länder. Flera länder har också nedgraderats av ratinginstituten, vissa med flera steg. Några länder har tvingats låna av Internationella valutafonden som ett resultat av att kapitalmarknaden mer eller mindre stängts för dem.

Som nämnts har bristen på riskapitet medfört att många investerare sökt sig till de säkraste hamnarna i investeringshavet. Dit hör svenska statsobligationer. Så länge som oron kring dessa länder består och de har låg rating kommer vissa investerare att undvika dem. Det talar för att intresset för svenska statsobligationer kommer att bestå under de närmaste åren. Samtidigt kan man konstatera att intresset för framförallt italienska och spanska obligationer har tilltagit de senaste månaderna så måhända ligger skuldkrisens värsta skede bakom oss.

På längre sikt, när det ekonomiska läget normaliserats, är det mest sannolika att det starka intresset för svenska statspapper avtar. Skuldkriser brukar dock vara långvariga så det kan dröja många år innan läget återställts.

6.4 Regelförändringar som kan påverka efterfrågan på statspapper

Det finns två förslag på regelförändringar inom det finansiella området som kan leda till att efterfrågan på svenska statspapper påverkas. Det är dels Basel III-reglernas krav på likviditetslimit (Liquidity Coverage Ratio, förkortat LCR) för banker, dels Solvens II-reglerna som kan komma att påverka försäkringsbolagens placeringar.

Enligt huvudscenariot för Basel III kommer LCR-reglerna införas från och med 2015. Ett preliminärt förslag är lagt och förhandlingar pågår mellan olika parter. Ett omarbetat förslag väntas bli presenterat sommaren 2012. Utifrån den utgångspunkten är det ett rörligt mål och det är mot den bakgrunden inte möjligt att göra en definitiv bedömning av vilka effekter som förslaget kommer att få.

Svenska myndigheter avser emellertid att införa LCR-regler, sannolikt med bara mindre justeringar från förslaget från hösten 2010, från och med 2013 även om slutförhandlingarna medför att Basel III-förslaget mildras eller att införandet förskjuts i tiden. Nedan görs en uppskattning av vad förslaget som det kan tänkas bli utformat i Sverige kan betyda för efterfrågan på statsobligationer. Finansinspektionen arbetar på ett förslag som beräknas skickas ut på remiss i sommar. Det kan således ske förändringar jämfört med de antaganden som styr beräkningarna nedan.

Den bakomliggande tanken är att banker skall ha ordentliga likviditetsreserver så att de kan klara av perioder när de får svårt att refinansiera sig på grund av att marknadens funktionssätt är nedsatt eller satt ur spel. Vid problem i enskilda banker ger detta ledningen tid att genomföra nödvändiga åtgärder och om problemet är av generell karaktär ger det myndigheterna tid att genomföra åtgärder för att återställa marknadens funktionssätt.

Det föreslagna likviditetsmålet visar hur väl bankerna kan hantera kortsiktiga likviditetsproblem. Mer exakt är måttet kvoten volymen mycket likvida tillgångar genom nettokassautflöde i ett specifikt krisscenario under 30 dagar. Beräkningarna utgår ifrån att kvoten skall vara större än 1 (eller 100 procent). Något beslut om detta är emellertid inte tagit ännu.

De likvida tillgångarna skall till minst 60 procent utgöras av det som kallas tillgångsslag 1, främst statsobligationer.²² I övrigt utgörs de av statspapper med högre risk (rating lägre än AA-), säkerställda obligationer eller företagsobligationer med hög rating (AA- eller högre). Därtill skall obligationerna vara likvida. En fråga som ännu är på diskussionsstadiet är huruvida bankerna utöver att möta kraven på aggregerad nivå även skall klara av måttet för respektive valutaslag. Det finns argument för att ha krav för varje valuta men det innebär ett striktare system vilket inte uppskattas av samtliga inblandade parter. Det diskuteras även olika specialregler för länder vars förhållanden inte passar in i det allmänna systemet.²³ Nedanstående resonemang utgår ifrån att LCR-kravet kommer att gälla för såväl totalen som för valutaslagen euro och amerikanska dollar. Däremot antas kravet inte gälla för svenska kronor.

²² Därutöver ingår tillgodohavanden i centralbanker och kontanta medel.

²³ Ett exempel är Australien som har en mycket begränsad stock av statsobligationer, år 2009 uppgick den till 6 procent av BNP. Bankerna kan följaktligen inte erhålla tillräckliga volymer av statsobligationer. Centralbanken kommer därför istället att ställa ut en likviditetslina till bankerna som dessa får betala ersättning för.

Vidare så bygger analysen nedan på de data som finns tillgängliga.²⁴ Dessa är beroende på nuvarande bedömningar från såväl Finansinspektionen som banker om innehåll och riskvikter i LCR-kraven. Förändringar kan komma att ske i det fortsatta arbetet både vad avser det internationella regelverket som det svenska. Mot den bakgrunden bör nedanstående konklusioner ses som preliminära.

De svenska storbankerna som grupp betraktat uppfyllde LCR-kraven i slutet av 2011. Det gällde såväl på total nivå som för euron och dollarn. En storbank hade emellertid en LCR-kvot på totalen som låg aningen under målet vid utgången av 2011 och behöver därmed förbättra sin likviditet. Det torde vara en relativt enkel uppgift med tanke på den tid, drygt ett år räknat från december 2011, som står till förfogande innan regelverket införs. Det har funnits en trend under 2011 att bankerna gradvis förbättrat likviditeten mätt som LCR-kvot. Eftersom måttet varierar ganska markant mellan enskilda månader måste bankerna emellertid skaffa sig en marginal till kravet vilket ökar på behovet av likviditet ytterligare.

Alla storbanker tillfredsställer inte kvoten på 1 för alla valutor. Vad gäller dollarn så saknas det för en bank, vid givna kassaflöden, betydande likvida medel i dollar för att uppfylla LCR-kravet. Det finns emellertid överskott på ansenligt större belopp i euro i den banken så genom att möblera om i obligationsportföljen från dollar till euro borde det vara förhållandevis enkelt att uppfylla kraven. Genom att storbankerna nästan uppfyller kraven, och sannolikt förbättrat sin likviditetssituation ytterligare sedan december 2011, torde det inte bli någon stor uppgång i efterfrågan på statspapper från dem på grund av att nya regler införs 2013.

För svenska kronan når storbankerna inte upp till kvoten på 1. Tvärtom ligger några av storbankerna långt under. Skulle det, mot förmodan, införas en regel om att LCR-kravet skulle gälla specifikt för svenska kronor står bankerna för en betydande omställning som skulle medföra en kraftig uppgång i efterfrågan på svenska statsobligationer. De samlade likvida tillgångarna för storbankerna når nästan upp till det beräknade nettokassautflödet. Om alla tillgångar fick tillgodoräknas skulle kvoten hamna strax under målet. När LCR-kvoten beräknas måste emellertid tillgångsklass 1, företrädesvis statsobligationer, utgöra minst 60 procent av de likvida tillgångarna som får ingå i måttet. Det innebär att om bankerna har 60 miljarder i tillgångsklass 1 så kan högst 40 miljarder kronor i tillgångsklass 2, företrädesvis säkerställda obligationer, tillgodoräknas. De svenska storbankerna hade emellertid nästan tre gånger så mycket medel i tillgångsklass 2 än i tillgångsklass 1 vid utgången av 2011.

²⁴ Uppgifterna i detta avsnitt bygger på data från Finansinspektionen.

För att nå målet, vid givna nettokassaflöden, skulle storbankerna behöva köpa statsobligationer för över 100 miljarder kronor (eller öka på sina tillgodohavanden i Riksbanken eller kontanta medel, bägge alternativen är mindre troliga då de genererar låg eller ingen avkastning). Om bankerna därtill skall ha lite marginal till LCR-kravet så måste de köpa än mer statsobligationer.

Med tanke på att stocken av nominella statsobligationer är 550 miljarder kronor så skulle en efterfrågeökning på över 100 miljarder kronor få betydande effekter på omsättning och likviditet på obligationsmarknaden. Volymen tillgängliga statsobligationer skulle minska till cirka 400 miljarder kronor vilket skulle vara nära den nedre gräns som danskarna diskuterat beträffande sin obligationsmarknad. I dagsläget betraktas likviditeten på statsobligationsmarknaden som rimligt god av marknadens aktörer.²⁵ Den har dock försämrats under den senaste femårsperioden. En utveckling som leder till en tydlig försämring av likviditeten på obligationsmarknaden skulle kunna motivera Riksgälden till att minska ned sin upplåning via andra kanaler för att kunna utöka utbudet av statsobligationer.

Det finns vidare en möjlighet att banker i andra länder som behöver öka på sin likviditet²⁶ till en del kommer att köpa svenska statspapper då dessa är bland de mest riskfria produkter som finns på marknaden. Detta eftersom de måste hålla likviditetsportföljer med högkvalitativa papper och listan på sådana papper har minskat i takt med att flera länder nedgraderats av ratinginstituten. Fortsätter bekymren i euroområdet finns det därtill en möjlighet att även banker som redan har en tillfredsställande likviditet väljer att öka på sin svenska kvot på bekostnad av de länder inom valutaunionen vars rating försämrats (alla de s.k. PIIGS-länderna har idag en rating som gör att deras statsobligationer klassas som tillgångsklass 2). Om det blir ett strikt krav på att klara kvoten per valutaslag kommer emellertid efterfrågan på svenska statsobligationer från utländska banker sannolikt bli begränsad då de har ringa kassaflöden i svenska kronor.

Även om det inte införs ett LCR-krav för svenska kronor så kan bankernas vilja att hålla statspapper relativt säkerställda obligationer naturligtvis variera över tiden. Osäkerhet om utvecklingen på bostadsmarknaden kan påverka intresset för bostadsobligationer. Likaså kan allmän riskaversion, som under 2011, starkt påverka efterfrågan på statspapper.²⁷ Hur den relativa efterfrågan inom de likvida tillgångarna kan komma att utvecklas i närtid ligger emellertid utanför ramen för

²⁵ Möte på Penningmarknadsrådet den 18 januari.

²⁶ I slutet av 2009 hade större banker (de med Tier 1 kapital överstigande 3 miljarder euro och som var internationellt verksamma) ett genomsnittligt LCR på 0,83. Kvoten lär ha förbättrats avsevärt men det hindrar inte att några banker släpar efter. För mindre (övriga) banker uppgick LCR-kvoten till 0,98 (BIS)

²⁷ År 2006 låg den femåriga bostadsobligationen i genomsnitt 23 punkter över motsvarande statsobligation. Under första kvartalet 2011 uppgick differensen till 115 punkter och under fjärde kvartalet samma år till 175 punkter.

denna rapport. Vad som kan konstateras är att om bankernas relativa efterfrågan varierar starkt så kommer det under vissa perioder finnas en hög efterfrågan på statspapper, typiskt i tider med låg riskvillighet, medan den kan vara mer begränsad under andra perioder.

Sammanfattningsvis kan inte effekterna av LCR-reglerna slutgiltigt utvärderas då det ännu inte finns ett färdigt förslag. För svensk del kan ett sådant förslag läggas tidigast i sommar. Avgörande för konsekvenserna blir om LCR-kraven kommer att gälla specifikt för svenska kronor. Om så blir fallet kommer efterfrågan på statsobligationer att öka med över 100 miljarder kronor vilket förväntas leda till negativa effekter på omsättningen och likviditeten på statsobligationsmarknaden. En sådan utveckling bedöms leda till en anpassning från Riksgälden och ett ökat utbud av statsobligationer. Givet det låga lånebehovet skulle en sådan anpassning dock ta tid.

Sannolikt kommer emellertid inte LCR-kravet att gälla för svenska kronor specifikt och effekterna på statsobligationsmarknaden bedöms då bli begränsade. Det understryks av att LCR-reglerna av allt att döma kommer att gälla för såväl totalen som för tillgångar och kassaflöden i euro respektive dollar vilket lär begränsa utländska bankers intresse för svenska statsobligationer.

6.4.1 Solvens II

Solvens II-direktivet syftar till att harmonisera lagstiftningen för försäkringsbolag inom EU. Enligt Solvensutredningen är tanken att riksdagen skall ha tagit beslut rörande den svenska lagstiftningen senast vid utgången av första kvartalet 2013 och att bestämmelserna i huvudsak skall gälla från och med den 1 januari 2014. Arbetet med Solvens II är inte avslutat vilket gör bedömningar av utfallet tentativa. Det finns idag förslag till ändringar i direktivet vilket kan leda till att lagstiftningen och implementeringen förskjuts i tiden. Det är vidare osäkert om tjänstepensionsföretagen kommer att omfattas av Solvens II eller vad som blir resultatet av omarbetningen av tjänstepensionsdirektivet.

Solvens II-direktivet innehåller bland annat förändrade krav på de kapitalbuffertar som försäkringsföretagen måste ha och tydligare krav på styrning och riskkontroll i företagen. Solvens II tar ett vidare grepp på de risker som försäkringsbolag måste hantera. Sålunda beaktas marknadsrisker, kreditrisker och operativa risker vilket inte är fallet idag. Den bakomliggande tanken är att företagen får bättre incitament att hantera sina risker när dessa kommer att påverka kapitalkraven och därigenom företagens kostnadsbild.

Det är idag i oklart i vilken utsträckning försäkringsbolagen kommer att omfattas av Solvens II. En springande punkt är om det blir någon

regelförändring för de företag som tillämpar tjänstepensionsdirektivet.²⁸ Om inte så påverkas inte drygt hälften, mätt som andel av placeringstillgångarna, av branschen.

Solvens II-regleringen innebär enligt Solvensutredningen²⁹ en mycket kraftig ökning av kapitalkravet. Den enkätundersökning som Finansinspektionen genomfört på svenska försäkringsföretag indikerar att det samlade kapitalkravet för den svenska försäkringsbranschen kommer att bli 6–7 gånger så stort som under dagens Solvens I-reglering. Det betyder inte att det är det totala kapitalet som ska öka 6–7 gånger, utan den buffert som finns utöver de försäkringstekniska avsättningarna. Det totala kapital som krävs i livbolagen ökar med en femtedel. Även kraven från trafikljuset, som i praktiken styr hur mycket kapital som krävs, ligger väsentligt under Solvens II-nivån. Solvenskapitalkravet är ungefär en tredjedel högre än trafikljusets krav. Försäkringsbolagen uppvisar en stor spridning och hälften av bolagen har redan i dag mer än dubbelt så mycket kapital som det nya regelverket kräver. Så mycket som var femte företag skulle inte klara kravet i dag. Sju bolag klarar inte ens minimikapitalkravet. Det tycks vidare vara så att det är stora skillnader i hur olika bolags kapitalkrav påverkas.

Branschen domineras av stora bolag. Under 2010 utgjorde de tio största bolagens placeringstillgångar drygt 80 procent av totalen. Av dessa tio bolag hade åtta mer än tio gånger så mycket kapital som Solvens I-reglerna krävde. De två andra hade ett eget kapital som var 2,5 gånger högre än regelkravet. Hälften av tillgångarna i denna grupp utgjordes av obligationer.

Livförsäkringsbolag har mycket långa åtaganden, i enskilda fall mer än 40 år, medan deras tillgångar traditionellt har betydligt kortare löptid.

²⁸ Solvensutredningen skriver följande: När det gäller kapitalkravet har samtliga institut som i dag bedriver tjänstepensionsverksamhet tillämpat samma regelverk, Solvens I. Solvens II-direktivet innebär emellertid att de försäkringsbolag som tillämpar tjänstepensionsdirektivets regler genom den s.k. optionen kommer att behöva anpassa sig till Solvens II-direktivets regler vad avser kapitalkraven, medan ingen förändring sker för de företag som tillämpar tjänstepensionsdirektivet direkt. De företag som tillämpar tjänstepensionsdirektivets regler direkt får således ett kapitalkrav (Solvens I), medan de som bedriver samma verksamhet i försäkringsbolagsform får ett annat kapitalkrav (Solvens II). I debatten kan man – givetvis starkt förenklat – urskilja tre olika synsätt. Vissa menar att försäkringsföretag och pensionsfonder tillhandahåller samma typ av produkter och att samma regler därför bör tillämpas. Den bakomliggande tanken är att samma regler säkerställer att pensionsberättigade ges samma skyddsnivå oavsett leverantör. Andra menar att det finns fundamentala skillnader mellan försäkringsföretag och pensionsfonder, och att olika regler därför bör gälla. När det gäller skillnaderna nämns bl.a. att tjänstepension är en del av en uppgörelse som regleras i arbetsrätten och att pensionsfonder ofta – i motsats till försäkringsföretag – har en s.k. sponsor i form av arbetsgivaren som ”backar upp” pensionslöftet, har flexibla justeringsmekanismer för inbetalningar och åtaganden, har styrningsstrukturer där förmånstagarna är representerade, tenderar att vara icke vinstdrivande institutioner och att längden på åtagandena skiljer sig åt mellan pensionsfonder och försäkringsföretag. Ett tredje synsätt är att en likartad skyddsnivå för försäkringar och tjänstepensionsprodukter kan uppnås på olika sätt. Enligt utredningen får det antas att EU-regleringen till del vilar på detta tredje synsätt. Finansinspektionen skulle kunna, i ljuset av Solvens II-direktivet kalibrera om kapitalkraven i Trafikljuset.

²⁹ Stycket bygger på SOU 2011:68.

Under Solvens II kommer bristande matchning att medföra att kapitalkravet stiger. Bolag som har en dålig matchning mellan skulder och tillgångar förväntas därför försöka förlänga löptiden på sina tillgångar. Ett sätt att göra detta är att öka andelen obligationer, och då framför allt de med lång löptid, i portföljen.

Det svenska trafikljussystemet, som har tillämpats sedan 2006, har relativt stora likheter med Solvens II. Trafikljuset utgår från en marknadsvärderad balansräkning, där ett tänkt buffertkapital stresstestas. Det innebär att många livbolag delvis anpassat sin portfölj och kapitalbas till liknande krav, om än mildare, som Solvens II förväntas innehålla. Flera livbolag har problem såtillvida att de har en så låg solvensgrad/solvenskvt³⁰ att de har ett begränsat manöverutrymme i termer av att ta risk. Därmed styrs redan vissa bolags placeringar i viss utsträckning av trafikljussystemet. Några företag med en svag kapitalposition placerar nästan enbart i obligationer. Flera bolag har stängt försäkringsprodukter med traditionell försäkring för nyteckning och istället startat upp nya försäkringsprodukter utan garantiåtagande eller med ett garantiåtagande på noll, d.v.s. pengarna tillbaka, där spararna i högre utsträckning står för risken vilket minskar bolagets kapitalbehov.

I samtal med företrädare från livbolagen har det framkommit att vissa företag har skapat en solvensgrad som syftar till att deras placeringspolicy styrs enbart utifrån den ekonomiska verkligheten och att regelverken bara skulle få en inverkan under extrema förhållanden. För andra företag är regelverket, i kombination med de givna garantierna, redan idag en faktor som har stor betydelse för hur bolaget placerar sina medel. Införandet av Solvens II förväntas ytterligare minska de senare bolagens manöverutrymme.

Vi har således ett läge där vissa företag förväntar sig att deras efterfrågan på statsobligationer bara undantagsvis påverkas av Solvens II medan andra livbolag på grund av kombinationen av kapitalbrist och regelverk redan är tungt investerade i statsobligationer. Gruppen mellan dessa extremer kan, allt annat lika, förväntas öka sin efterfrågan på statsobligationer, framför allt långa sådana, när Solvens II införs.

Tre av de största försäkringsbolagen är ömsesidiga och tillsammans svarar de för cirka 40 procent av branschens samlade placeringstillgångar. Två av dessa bolag har så mycket kapital att de räknar med att deras placeringsinriktning bara i begränsad utsträckning

³⁰ Solvensgrad visar hur mycket kapital ett företag har utöver det som krävs för att infria de åtaganden företaget har mot sina försäkringskunder. Det innebär att så länge solvensgraden inte sjunker under 100 så har företaget tillräckligt med kapital för att betala sina försäkringskunder. Finansinspektionen använder begreppet solvenskvot i sina föreskrifter. Solvenskvoten är kvoten mellan kapitalbasen och solvenskravet. För livförsäkringsbolag beräknas solvenskravet genom att ta 4 procent av de försäkringstekniska avsättningarna (bolagens skuld till försäkringstagarna) och 3 promille på positiva risksummor (de belopp ett bolag riskerar att betala ut vid dödsfall).

kommer att påverkas av Solvens II. Samma slutsats drar företrädare för SEB:s gamla livbolag som har en marknadsandel på cirka 10 procent bland livbolagen. Det tredje av de stora ömsesidiga bolagen bedömer att deras efterfrågan på obligationer kommer att öka på grund av Solvens II under förutsättning att nuvarande låga räntor består.³¹ Vid ett mer normalt ränteläge, med långräntor på 4–5 procent, skulle effekten däremot bli begränsad.

Vidare så har fondförsäkring växt betydligt, och snabbare än traditionell livförsäkring, över senare år. År 2010 utgjorde fond- och depåförsäkring 31 procent av försäkringskapitalet för livbolag. I dessa fall står spararna för risken och fondförsäkringsbolagens placeringar kommer inte påverkas i någon större utsträckning av Solvens II.

En betydande del av försäkringsföretagen förväntas således inte påverkas i någon högre utsträckning av Solvens II isolerat. Kombinationen av Solvens II och mycket låga räntor förväntas däremot öka efterfrågan på obligationer i såväl denna grupp som för övriga försäkringsbolag.

För andra bolag medför Solvens II ett tryck på att öka på sitt kapital för att deras manöverutrymme inte skall minska. Det sker företrädesvis genom att sätta sina garantiåtaganden så att de är lägre än diskonteringsräntan och därigenom minska skuldens marknadsvärde.³² Dock tyngs en del bolag av att gamla åtaganden blivit betungande i relation till den låga räntenivån. Med dagens låga ränteläge måste garantin vara mycket låg. Samtidigt är garantinivån ett konkurrensmedel vilket gör låga garantier till ett tveeggat svärd. Ett annat sätt att bygga upp kapitalet är att ha en avkastning som överstiger diskonteringsräntan. Det kräver dock ett visst risktagande som i sin tur kräver kapital.

Bolag som blir starkt påverkade av regelverket och inte kan ta risk kan komma att tvingas placera en mycket stor del av sina medel i obligationer. På lång sikt finns det en överhängande risk att sådana bolag får en låg avkastning, förlorar marknadsandelar och tvingas stänga ned garanterade produkter för nyteckning. De nya försäkringsprodukter som dessa bolag lanserar kommer med största sannolikhet att ha låga eller inga garantiåtaganden. Trenden går emot att bolagen erbjuder nya sparandalternativ inom ramen för fondförsäkring. Eftersom det inte finns något garantiåtagande och spararen står för risken minskar kravet på eget kapital i bolaget markant. Solvens II kommer sannolikt att snabba på den pågående omstrukturering inom livförsäkringsbranschen där traditionell försäkring är på tillbakagång till förmån för fondförsäkring.

³¹ När diskonteringsräntan är så låg som för närvarande stiger värderingen av skulden markant vilket minskar riskutrymmet.

³² Det blir extra viktigt att attrahera unga sparare då nuvärdet av bolagets skuld blir lägre ju längre fram i tiden som utbetalningarna skall ske. Tillgångarna, d.v.s. inbetalningarna, överstiger därmed nuvärdet av skulden vilket skapar handlingsutrymme för bolaget (under förutsättning att garantiåtagandet är lägre än diskonteringsräntan).

I de fondförsäkringslösningar som finns uppgår andelen obligationer till 9 procent. Därtill utgör obligationer en, sannolikt mindre än hälften, andel av blandfonderna som utgör 35 procent av tillgångarna inom fondförsäkring. Inom IPS är andelen obligationer än lägre. För de mer trängda livbolagen med traditionell försäkring kommer en övergång till fondförsäkring därför sannolikt att leda till att efterfrågan på obligationer minskar.³³ Denna omvandling blir dock en utdragen historia då de sparformer som stängt för nyteckning lever kvar under en lång period. SEB:s gamla livförsäkringsbolag stängde för nyteckning 1997 men är fortfarande det fjärde största livbolaget.

En förändring i efterfrågan av obligationer är emellertid inte nödvändigtvis detsamma som en förändring i efterfrågan av nominella statsobligationer. Nominella statsobligationer utgjorde bara 16 procent av försäkringsbolagens totala obligationsinnehav vid utgången av tredje kvartalet 2011. Innehavet av bostadsobligationer var mer än dubbelt så stort och andelen obligationer utgivna av utländska låntagare var nästan dubbelt så stort.

Tabell 12. Försäkringsbolagens obligationsinnehav, andelar, 3:e kv. 2011

Staten, realränteobligationer	0,07
Staten, övriga obligationer	0,16
Bostadsinstitut	0,36
Utgivna av utländska låntagare	0,31
Övriga	0,10

Källa: SCB, försäkringsbolagens kapitalplaceringar

Statsobligationer är gynnade i Solens II såtillvida att det inte utgår något kapitalkrav för motpartsrisk eller spreadrisk på sådana innehav. Det talar för en ökad andel för statspapper i obligationsportföljen. Denna fördel måste dock vägas mot vilken räntespread som statens räntepapper har visavi andra utgivare. Dagens spreadar bedöms av företrädare för livbolag som tillräckligt stora för att motivera placeringar i räntebärande papper utgivna av andra än staten, skillnaden i kapitalkrav till trots.

En annan faktor som kan påverka efterfrågan på statspapper att ränterisk i stor utsträckning förväntas handlas på swapkontrakt snarare än genom faktiska obligationer. I dag är statspapper nästan de enda säkerheter som accepteras för swapkontrakten. Efterfrågan på lång ränterisk kan därför medföra att efterfrågan på korta statspapper ökar eftersom det vanligtvis är korta papper som används som säkerhet.

³³ Handelsbanken liv utgör ett talande exempel på vad ett byte kan medföra. De stängde ned sin fond med traditionell försäkring 2009. I den fonden utgjorde obligationer över 80 procent av de totala tillgångarna. I deras fondförsäkring, dit en del av spararna valt att flytta, ligger motsvarande andel på cirka 20 procent.

6.5 Slutsatser om statsskuldens robusthet

En rad omständigheter kommer att påverka statsobligationsmarknaden under de kommande åren. Statsskulden kommer att minska i nominella termer givet att regeringen uppnår överskottsmålet. På sikt kommer det att leda till att statens måste prioritera hårdare och välja ut vilka upplåningskanaler som skall vara kvar. Upplåning via nominella statsobligationer bedöms vara den viktigaste kanalen varför den stocken inte bör minskas i närtid. Den svenska statsobligationsmarknaden är hyggligt likvid men har enligt marknadsaktörer försämrats under den senaste femårsperioden. Det är viktigt att upprätthålla en likvid marknad och så länge som det finns andra upplåningskanaler som är mindre viktiga av beredskapsskäl och kan stängas ned finns det ingen anledning att göra en överupplåning av marknadsskäl som Riksgälden föreslagit. Den frågan kan bli aktuell i ett senare skede men är enligt min bedömning för tidigt väckt.

Skuldkrisen i Europa har lett till en kraftig uppgång av lånebehovet i många länder vilket medfört att förtroendet för statsskuldens hållbarhet i dessa länder har urholkats. Det har i sin tur medfört att investerare sökt sig till säkrare hamnar vilket gynnat svenska statspapper. Så länge som osäkerheten består angående enskilda länders ekonomiska utveckling kommer sannolikt efterfrågan på svenska statsobligationer förbli hög. I takt med att förtroendet för de länder som har problem idag återvänder kommer efterfrågan på statspapper förskjutas till deras fördel och till nackdel för bland annat Sverige. En sådan vändning kan naturligtvis dröja, inte minst på grund av att åtstramningsåtgärder nu bromsar tillväxten i de mest utsatta länderna, men skulle ECB:s likviditetsinsatser fortsätta att underlätta bankernas finansiering så kan vändningen redan ha påbörjats. I en lugnare miljö med mindre riskaversion bör efterfrågan på svenska statsobligationer avta. Men i en sådan miljö kommer även riskerna för en markant försämring av statsfinanserna att minska eftersom den kommer att kännetecknas av ökad stabilitet, inte minst inom euroområdet.

Det kan bli så att regelförändringar kommer att öka efterfrågan på svenska statsobligationer. Eftersom det inte finns några fastställda förslag är det svårt att göra någon slutlig utvärdering. Regleringen av bankerna likviditet, LCR-kraven, ser dock under nuvarande tänkta utformning inte ut att ge några betydande effekter på efterfrågan på svenska statsobligationer. Finansinspektionens fortsatta arbete med utformningen av regelverket kan dock förändra bilden. Skulle LCR-kravet gälla även enskilt för svenska kronor, vilket inte tycks bli fallet, förändras bilden rejält och efterfrågan på svenska statsobligationer skulle öka med över 100 miljarder kronor.

Det finns betydande osäkerheter om vilka effekter som Solvens II kommer att medföra för efterfrågan på svenska statsobligationer. Först och främst är systemet fortfarande under konstruktion och förändringar kan komma att ske. Samtidigt är det inte helt klarlagt vilka försäkringsbolag som kommer att omfattas av regelverket. Därtill är den

alternativa regleringen till Solvens II, tjänstepensionsdirektivet, inte heller slutgiltig.

Många försäkringsbolags manöverutrymme att välja placeringar kommer bara i begränsad utsträckning att påverkas av Solvens II. Det gäller fondförsäkring och bolag med tillräckligt med kapital för att klara ett tuffare regelverk utan att deras placeringar påverkas. För övriga bolag förväntas efterfrågan på obligationer öka då regleringen minskar riskutrymmet. Hur mycket efterfrågan påverkas är bland annat en funktion av ränteläget. Nuvarande räntenivå leder enligt företrädare för försäkringsbolagen till en klart högre efterfrågan på obligationer än om räntan stiger till 4–5 procent. Det är dock tveksamt om statsobligationernas andel av obligationsportföljen kommer att öka varför effekten på just statsobligationer sannolikt blir relativt begränsad.

Sammantaget innebär detta att efterfrågan på svenska obligationer förväntas vara god på grund av att skuldcrisen sannolikt kommer vara relativt utdragen och att Sverige har goda statsfinanser, bland de starkaste i Europa. Regelförändringar i form av LCR och Solvens II ligger en bit fram i tiden och kan ge en ökning av efterfrågan på statsobligationer. Utfallet beror på hur reglerna utformas i slutändan men givet den information som finns tillgänglig idag beräknas effekten bli relativt måttlig.

7 Riksgäldens positionstagnering

7.1 Utfall av den aktiva förvaltningen

Riksgälden tar regelbundet positioner i valutamarknaden och i utländska räntemarknaden.³⁴ Från och med år 2000 redovisas tre olika typer av positioner; strategiska, egna operativa samt externa. För åren innan 2000 rapporteras bara det totala utfallet utan uppdelning på delar. De strategiska positionerna är långsiktiga, ofta stora, och beslutas av styrelsen. Sedan 2000 har det tagits tre större positioner som sammanlagt givit en vinst på 15,1 miljarder kronor. Därtill valde Riksgälden två gånger att, i enlighet med sitt mandat, avvika från den av regeringen angivna amorteringsplanen av utländsk valuta. Dessa beslut genererade en uppskattad vinst på 2,2 miljarder kronor. Sammantaget har således de strategiska positionerna resulterat i en vinst på 17,3 miljarder kronor.

Den egna operativa förvaltningens resultat varierar starkt över tiden. Som bäst har den för ett enskilt år genererat en vinst på 888 miljoner kronor och som sämst en förlust på 587 miljoner kronor. Genomsnittet sedan år

³⁴ Riksgälden får på grund av sin marknadsposition inte ta positioner på den svenska räntemarknaden.

2000 ligger på 38 miljoner kronor medan den sista femårsperioden har i genomsnitt resulterat i en årlig förlust på 43 miljoner kronor.³⁵ Tittar vi närmre på de olika delarna kan vi konstatera att räntepositionerna i genomsnitt gått back 119 miljoner kronor per år medan (de operativa) valutapositionerna resulterat i en vinst på i genomsnitt 76 miljoner kronor under den senaste femårsperioden.

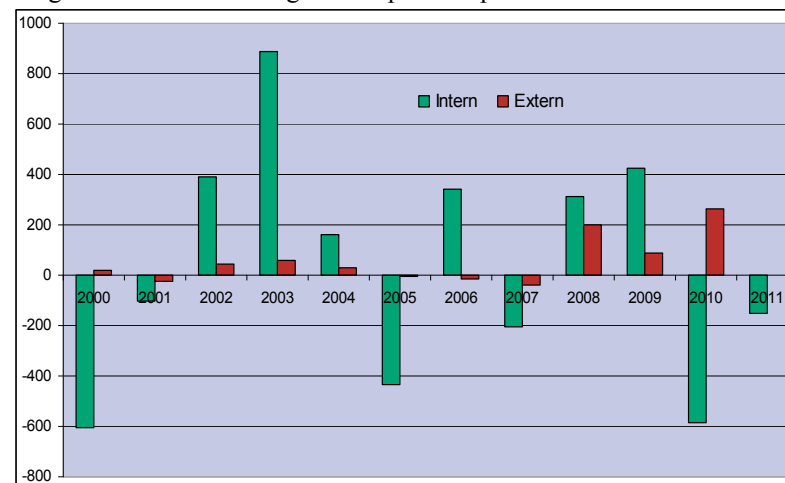
Tabell 13. Resultat av Riksgäldens positionstagande, mnkr

Genomsnitt/år	Totalt	Strategisk	Operativ	
			Intern	Extern
2000-2011	1532	1442	38	52
2007-2011	2170	2109	-43	103

Källa: Riksgälden

År 1992 lade Riksgälden ut en del av sitt mandat att ta positioner på extern förvaltning. Därigenom fick Riksgälden en uppfattning om den egna förvaltningens effektivitet och uppnådde samtidigt en diversifiering. Därtill innebär upplägget att Riksgälden får tillgång till analyser och annan information från de externa förvaltarna. Som framgår av diagram 5 så var resultatet från den externa förvaltningen ganska begränsat från 2000 fram till och med 2007. Under åren 2008–2010 var resultaten av den externa förvaltningen betydligt bättre och under 2010 uppnåddes det bästa resultatet någonsin samtidigt som den egna operativa förvaltningen redovisade ett osedvanligt svagt resultat. I genomsnitt uppgick det årliga resultat för den externa förvaltningen till 103 miljoner kronor under utvärderingsperioden.

Diagram 5. Utfall av Riksgäldens operativa positioner



Källa: Riksgälden

³⁵ Det kan i sammanhanget noteras att enheten för portföljförvaltning utöver den verksamhet som redovisas som intern också lägger förslag till styrelsen om strategiska positioner. Läger vi ihop resultatet ifrån de interna positionerna och de strategiska så slutar det årliga genomsnittet för den senaste femårsperioden på drygt två miljarder kronor.

Totalt har Riksgäldens positionstagande genererat en vinst på 18,4 miljarder kronor sedan 2000. Går vi ännu längre tillbaka, till 1992, så uppgår den sammanlagda vinsten till 29 miljarder kronor. Det motsvarar i bägge fallen en årlig vinst på cirka 1,5 miljarder kronor. Under de senaste 20 åren har förluster noterats 4 gånger, som mest med 485 miljoner kronor. Samtidigt har hälften av alla år resulterat i miljardvinster, som mest med 5,7 miljarder kronor.

7.2 Grunderna för aktiv förvaltning

En grundstomme i positionstagande har varit att parera växelkursrörelser som påverkade skulden i utländsk valuta. Efter 1990-talskrisen utgjorde valutaskulden en betydande andel, cirka 30 procent, av den totala statsskulden. Genom att ta positioner i valuta, direkt eller indirekt, kunde en fördyring till följd av ofördelaktiga valutarörelser motverkas. Till exempel kunde en valutaposition förlängas eller skapas i syfte att invänta en mer fördelaktig tidpunkt (valutakurs) när ett lån skulle återbetalas. I praktiken kunde detta göras genom att Riksgälden drog ned på amorteringar när den svenska kronan var svag för att därigenom minska valutakursförlusterna. Ett sentida exempel är den stora position på starkare krona som Riksgälden byggde upp med start våren 2009 när kronan var extremt svag mot euron. Positionen resulterade i en vinst på 8,1 miljarder kronor men samtidigt uppgick de realiserade valutaförlusterna netto till nästan 22 miljarder kronor³⁶ under 2009–10. Den strategiska positionen bidrog således till att minska de negativa effekterna av kronförsvagningen.

Över tiden har utvecklingen på de finansiella marknaderna och Riksgäldens arbetssätt förändrats. Riksgälden kan hantera valutaexponeringen antingen genom att direkt ta upp valutalån eller genom att göra derivattransaktioner som swappar eller valutaterminer för att uppnå samma exponering. Genom att använda derivat uppnås en större flexibilitet och ett större fokus på de kostnader som kan uppkomma via växelkursrörelser. Användandet av derivat gör det möjligt att också tidsmässigt separera de underliggande lånen från beslut som emanerar från bedömningar av växelkursrörelser.

De operativa egna positionerna är ett sätt att upprätthålla och utveckla kompetensen inom skuldförvaltningen. Positionstagande stärker vidare kontakter med marknadsaktörer och är ett stimulerande element i arbetet för Riksgäldens medarbetare. Om man betraktar det som ett verktyg i kompetensutvecklingen så har det haft den positiva sidoeffekten att den genererar vinst. Den vinsten måste emellertid ställas mot den risk som uppstår i samband med positionstagande.

³⁶ Valutaförlusterna var inte enkom en konsekvens av kronans utveckling utan berodde även på hur andra valutarörelser påverkade valutaskulden.

Positionstagande i valuta kan ses som ett upprätthållande av kompetens inom valutaområdet även om positionerna som tas emellanåt inte synes vara nära kopplade till hanteringen av skulden i utländsk valuta.³⁷ Men genom att ha en bred kompetens på valutaområdet hålls alla dörrar öppna för eventuella framtida upplåningsprogram. De utländska lånen består till 97 procent av euro- och dollarlån. Tre små lån, sammanlagt på knappt 3 miljarder kronor, är tagna i australiska dollar och brittiska pund. I benchmarksportföljen ingår utöver nämnda valutor även japanska yen, kanadensiska dollar samt schweizerfranc.

Riksgäldens räntepositioner är inte lika tydligt sammankopplade med den övriga skuldförvaltningen. Dessa positioner är frikopplade från stocken av statsskuld. De handlar enligt min bedömning mer om att utveckla allmän kompetens om ränteutvecklingen vilket kan vara viktigt för beslut om när i tiden nya lån skall tas och vilken löptid som är mest förmånlig (dock swappas lånen till kort löptid).

Den externa förvaltningen är ett sätt att utvärdera den egna förvaltningen. Vidare är tanken att kontakterna med de externa förvaltare och tillgången till deras analyser skall bidra till kompetensuppbyggnaden hos de egna medarbetarna och därigenom öka avkastningen på den aktiva förvaltningen och sänka kostnaderna för förvaltningen av statsskulden.

Sammantaget finns det två olika huvudargument som motiverar en aktiv förvaltning enligt mitt synsätt. Det ursprungliga är att parera större växelkursrörelser för att hålla nere kostnaderna för förvaltningen av valutaskulden. Det andra argumentet är att behålla och utveckla kompetensen hos Riksgäldens medarbetare vilket i förlängningen är ämnat att sänka kostnaderna för statsskuldförvaltningen. Riksgäldens egna argument för den aktiva förvaltningen utgår mer ifrån ett kostnadsminimeringsresonemang (d.v.s. att verksamheten går med plus).

Riksgälden har idag en stor frihet att ta olika positioner. Regeringens styrning riktar in sig på att ge ett tak, för närvarande 450 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet, för hur stora positionerna får vara. En relevant frågeställning är huruvida det bör införas någon ytterligare begränsning på positionstagande.

Enligt min bedömning emanerar rätten att ta olika positioner ursprungligen från att det funnits skuld i utländsk valuta. I avsaknad av en sådan skuld vore det tveksamt om Riksgälden någonsin skulle fått ett mandat att spekulera i växelkursrörelser eller att ta räntepositioner i andra valutor. Utifrån den grundhållningen anser jag att positionstagande bör utgå ifrån principen att den skall vara relaterad till skulden i utländsk valuta.

³⁷ Som exempel kan nämnas att Riksgälden hade en position i starkare norsk krona mot japanska yenen under större delen av 2010.

Nuvarande ordning innebär att det står Riksgälden fritt att ta positioner i vilken valuta som helst eller i vilken utländsk ränteutveckling de vill. Avgörande är att positionen inte är för stor samt att den syftar till att sänka kostnaden för statsskulden med beaktande av risk, eller för att använda ett mer rättfram språkbruk – den skall gå med vinst.

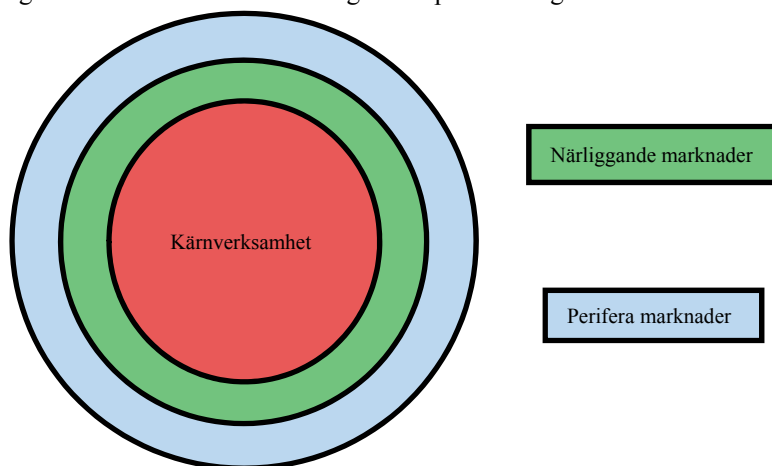
Riksgäldens styrelse har fastställt interna regler som begränsar utrymmet för vilka positioner som får tas. I finans- och riskpolicyn för 2011 står det: ”Den aktiva förvaltningen i utländsk valuta får bara ske på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument. Valuta- och räntepositioner får tas på följande marknader: Australien, Kanada, Schweiz, Danmark, Euro, Storbritannien, Japan, Norge och USA.”

Ett alternativ till nuvarande riktlinjer vore att regeringen sätter gränser för vilka positioner som Riksgälden får ta. Det finns emellertid andra bedömningsgrunder än hur välutvecklade marknaderna är för att styra handlingsutrymmet för positionstagande. Nedan resoneras i allmänna termer om hur en kompletterande begränsning skulle kunna se ut.

En tänkbar schematisk uppdelning av den aktiva förvaltningen beskrivs i figur 1. Ringen i mitten utgörs av Riksgäldens kärnverksamhet i termer av positionstagande. Det handlar om att ta positioner i valutapar som på något sätt är kopplade till Riksgäldens skuld i utländsk valuta. Det handlar företrädesvis om att ta positioner i syfte att motverka växelkursrörelser som blir kostsamma för staten.

Nästa skikt, mellanskiktet, består av valutatransaktioner och räntepositioner i marknader som Riksgälden kan tänka sig att agera på i den ordinarie verksamheten. Här handlar det i mindre utsträckning om att parera växelkursrörelser utan mer om att aktivt ta positioner för att tjäna pengar. Men det görs på marknader där Riksgälden anser sig behöva kompetens inför framtida upplåningsbeslut. Det yttersta fältet handlar om positioner som tas i perifera marknader i syfte att göra vinst.

Figur 1. Schematisk bild av Riksgäldens positionstagande



Kärnan handlar företrädesvis om att motverka ofördelaktiga växelkursrörelser vilket kan betraktas som en naturlig del av verksamheten givet att det finns en skuld i utländsk valuta. Mellanskiktet består av aktiviteter som upprätthåller och utvecklar kompetensen och skapar en beredskap för framtida upplåning. Dessa två delar bör enligt min mening utgöra en del av Riksgäldens verksamhet. Givetvis endast inom de av regeringen givna riskmandaten och av styrelsens bestämda finans- och riskpolicy.

Däremot menar jag att det är tveksamt att ha en aktiv förvaltning som ägnar sig åt positionstagning i perifera marknader som sträcker sig bortom Riksgäldens traditionella upplåning och de marknader som sammanhänger därmed. En position mellan t.ex. två östeuropeiska valutor hamnar i detta fält, givetvis under förutsättning att de utvecklat sina marknader så att de uppfyller kraven i Riksgäldens finans- och riskpolicy, och blir en rent spekulativ position utan relevans för den övriga verksamheten eller relevant kompetensuppbyggnad. Enligt min bedömning bör den aktiva förvaltningen inte tillåtas verka på sådana marknader. Enkelt uttryckt bör Riksgälden inte tillåtas ta positioner som inte har tydligt samband med deras övriga verksamhet. En sådan begränsning i Riksgäldens manöverutrymme för positionstagande skulle inte innebära någon nämnvärd skillnad jämfört med deras eget regelverk i finans- och riskpolicy. Däremot skulle det sätta gränser för en expansion av det nuvarande handlingsutrymmet som skulle komma till stånd om fler länder utvecklar likvida marknader. Det vore vidare en markering att Riksgäldens rätt att ta positioner hänger samman med statsskulden och dess utveckling och inte utgör en fri rätt att spekulera i vilka räntor och valutor som helst.

7.3 Slutsatser

Mot bakgrund av resultatet av den aktiva förvaltningen skulle man kunna dra slutsatsen att Riksgälden om något skulle öka sin positionstagning. Det skall dock konstateras att av den totala vinsten på 18,4 miljarder kronor sedan 2000 så härstammar 94 procent ifrån de fem strategiska positioner som Riksgälden tagit. Det har handlat om situationer när Riksgälden uppfattat att valutakurser har avvikit kraftigt från sitt jämnviktsvärde. Många aktörer på valutamarknaden tenderar att ha en mycket kortsiktig placeringshorisont vilket bidrar till att valutor under lång tid kan avvika från vad som bedöms vara ett jämnviktsvärde. De största avvikelserna från långsiktiga jämnviktsvärden sker vanligtvis i orostider då kortsiktiga kapitalflöden får ett betydande genomslag på prisbilden. Riksgälden har den långsiktighet och uthållighet som i sådana lägen saknas på marknaden.

Vinstmöjligheterna skall ställas mot den risk som tas. De stora positionerna har tagits för att motverka en valutakursutveckling som medfört en negativ kostnadsutveckling för staten. I avsaknad av en skuld i utländsk valuta vore en strategisk position en spekulering i en

valutakursutveckling utan direkt koppling till statsskulden. Det vore under sådana förutsättningar tveksamt att staten tog aktiva positioner i valutakursrörelser. Så länge det finns en skuld i utländsk valuta är emellertid en aktiv förvaltning en integrerad del av verksamheten. Det gäller dock bara för de valutor och ränterörelse som har en direkt eller potentiell koppling till upplåningen i utländsk valuta.

Regeringen rekommenderas att begränsa den aktiva förvaltningen till de marknader som har direkt eller potentiell koppling till upplåningen i utländsk valuta. I dagsläget skulle det sannolikt inte innebära någon nämnvärd förändring av handlingsutrymmet för den aktiva förvaltningen. Däremot skulle det motverka en tänkbar expansion av detsamma som skulle kunna komma till stånd om allt fler länder utvecklade sina finansiella marknader så att de uppfyller Riksgäldens finans- och riskpolicy. Det vore vidare en markering att Riksgäldens rätt att ta positioner hänger samman med statsskulden och dess utveckling och inte utgör en fri rätt att spekulera i vilka räntor och valutor som helst.

Uppdragsbeskrivning – granskning av statsskuldspolitiken

Senast den 25 april 2012 ska regeringen lämna en skrivelse till riksdagen innehållande utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning för åren 2007–2011. Utvärderingen bör innehålla en extern granskning.

Uppdraget till den externa granskaren är att:

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under åren 2007 – 2011 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.
- Analysera grunderna för Riksgäldskontorets positionstagande.
- Analysera statsskuldens robusthet mot bakgrund av att skulden förväntas minska och förändringar i omvärlden (regeländringar och ökad offentlig upplåning internationellt).

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

Bakgrund till granskningen

Regeringens riktlinjer, Riksgäldskontorets beslut och förvaltning

Regeringens riktlinjebeslut, Riksgäldskontorets strategiska beslut och förvaltning utvärderas över rullande femårsperioder. Kommande utvärdering avser åren 2007 – 2011. Då åren 2007 – 2009 utvärderats tidigare bör granskningen framförallt fokusera på åren 2010 och 2011. Vid resultatutvärderingen ska även kostnaderna på utgiftsområde 26 anslag 1:3 Riksgäldskontorets provisionskostnader i samband med upplåning och skuldförvaltning utvärderas.

Grunderna för Riksgäldskontorets positionstagande

Regeringen har sedan 1992 gett Riksgäldskontoret möjlighet att bedriva en aktiv förvaltning i utländsk valuta. Syftet med den aktiva förvaltningen är att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk. Historiskt har verksamheten resulterat i stora kostnadsbesparingar. Då positionstagandet innebär att regeringen delegerar mandat med stor betydelse för statsfinanserna är det värdefullt att grunderna för Riksgäldskontorets positionstagande genomlyses av en extern granskare.

Statsskuldens robusthet

Statsskulden bedöms minska de närmaste åren. Minskade upplåningsvolymerna leder till ett lägre utbud av svenska statspapper vilket kan komma att påverka likviditeten. Samtidigt ökar upplåningsvolymerna i omvärlden till följd av offentligfinansiella problem i många länder. För den finansiella sektorn pågår regelförändringar som kan komma att ha betydelse för efterfrågan på och likviditeten i svenska statspapper. Granskarens uppgift i denna del är att analysera konsekvensen för statsskuldens robusthet och Riksgäldskontorets förutsättningar för kostnadseffektiv och säker upplåning givet nämnda förutsättningar.

Avrapportering

Arbetet ska avrapporteras i form av en skriftlig rapport senast den 9 mars 2012. Minst tre avstämningsmöten ska hållas under arbetets gång.

Fakta om processen för statsskuldsolitiken

Regeringen beslutar i november varje år om riktlinjer för hur Riksgäldskontoret ska förvalta statsskulden kommande år. Som underlag för beslutet lämnar Riksgäldskontoret förslag till riktlinjer. Riktlinjebeslutet kan ha inverkan på penningpolitiken varför Riksbanken ges möjlighet att yttra sig över Riksgäldskontorets förslag.

Statsskultsförvaltningen utvärderas vartannat år i en skrivelse till riksdagen. Såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets operativa förvaltning följs upp. Riksgäldskontoret lämnar underlag med utvärdering till regeringen och regeringen lämnar en utvärderingsskrivelse till riksdagen. Regeringen har som avsikt att bilägga den efterfrågade granskningen till skrivelsen Utvärdering av statens upplåning och skultförvaltning 2007–2011 som lämnas till riksdagen i april 2012.

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

Referenser

- Danmarks Nationalbank (2008), Government Debt Policy in the Light of Falling Debt
Regeringens skrivelse 2009/10:104
Riksbanken (2011), Finansiell stabilitet 2011:2
Riksgälden (2011), Underlag till utvärdering av statsskuldsförvaltningen 2010.
Riksgälden (2011), Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2012–2014.
Riksgälden (2012), Underlag till utvärdering av statsskuldsförvaltningen 2011.
Riksgälden, Årsrapporter 2010 och 2011
SOU 2011:68, Rörelsereglering för försäkring och tjänstepension.