



Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2005–2009

Sammanfattning

Utskottet behandlar regeringens skrivelse 2009/10:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2005–2009. Förutom en beskrivning och bedömning av utvecklingen under utvärderingsperioden innehåller skrivelsen en extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken under finanskrisåren 2008–2009.

Statsskuldförvaltningens övergripande mål är att de långsiktiga kostnaderna för statsskulden ska minimeras samtidigt som riskerna ska beaktas. Förvaltningen ska också ske med hänsyn till de krav som penningpolitiken ställer. Eftersom målet är långsiktigt sker regeringens utvärderingar i ett rullande femårsintervall. Sedan 2008 lämnas en skrivelse om statsskuldförvaltningen till riksdagen vartannat år.

Utskottet konstaterar att förutsättningarna för den svenska statsskuldspolitiken förändrades relativt dramatiskt under utvärderingsperioden. När finanskrisen förvärrades hösten 2008 började statens lånebehov stiga på nytt efter flera år av statsfinansiellt överskott samtidigt som svenska och internationella räntor föll till historiskt låga nivåer och den svenska kronan försvagades markant på världens valutamarknader.

Utskottets huvudintryck är att statens upplåning och förvaltningen av statsskulden fungerat väl trots den mycket turbulenta ekonomiska omgivningen. Utskottets övergripande bedömning är att regeringens riktlinjer för statsskuldförvaltningen under utvärderingsperioden legat i linje med det statsskuldspolitiska målet, dvs. riktlinjerna har bidragit till en lägre upplåningskostnad samtidigt som riskerna varit väl avvägda.

Utskottets intryck av Riksgäldskontorets (Riksgälden) skuldförvaltning är mycket gott. Verksamheten har följt riktlinjerna och det statsskuldspolitiska målet. De delar av förvaltningen som går att mäta kvantitativt har genomgående visat på positiva resultat. Utskottet berömmar Riksgälden för dess agerande under finanskrisens inledning. Riksgäldens beslut att emittera stora volymer statsskuldväxlar och placera inkommande medel i bostadsobligationer bidrog till att dämpa oron på marknaderna och underlättade bankernas och bostadsinstitutens finansiering.

Utskottet anser vidare att årets externa granskning av statsskuldsförvaltningen är väl genomförd och fyller den viktiga funktionen som stödjande underlagsmaterial som utskottet tidigare efterlyst.

Innehållsförteckning

Sammanfattning	1
Utskottets förslag till riksdagsbeslut	4
Redogörelse för ärendet	5
Ärendet och dess beredning	5
Kort beskrivning av lånebehovets och statsskuldens utveckling 2005– 2009	6
Utskottets överväganden	9
Regeringens riktlinjebeslut för statsskuldförvaltningen	9
Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut	19
<i>Bilaga</i>	
Förteckning över behandlade förslag	23
Skrivelsen	23

Tabeller

Tabell 1. Statsskulden fördelad på olika låneinstrument 2005–2009	8
Tabell 2. Regeringens riktlinjer för statsskuldens sammansättning	10
Tabell 3. Regeringens riktlinjer för statsskuldens löptid	11

Diagram

Diagram 1. Statens lånebehov och räntor på statsskulden 2000–2009	6
Diagram 2. Statsskulden 2000–2009	7

Utskottets förslag till riksdagsbeslut

- 1. Regeringens riktlinjebeslut för statsskuldförvaltningen**
Riksdagen godkänner vad utskottet anfört om regeringens beslut om riktlinjer för statens upplåning och skuldförvaltning.
- 2. Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut**
Riksdagen godkänner vad utskottet anfört om Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut om upplåning och skuldförvaltning.
- 3. Regeringens skrivelse 2009/10:104**
Riksdagen lägger skrivelse 2009/10:104 till handlingarna.

Stockholm den 3 juni 2010

På finansutskottets vägnar

Stefan Attefall

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Stefan Attefall (kd), Thomas Östros (s), Bertil Kjellberg (m), Anna Lilliehöök (m), Sonia Karlsson (s), Lars Elinderson (m), Roger Tiefensee (c), Monica Green (s), Nina Lundström (fp), Hans Hoff (s), Peder Wachtmeister (m), Agneta Gille (s), Göran Pettersson (m), Ulla Andersson (v), Emma Henriksson (kd), Jörgen Hellman (s) och Mats Pertoft (mp).

Redogörelse för ärendet

Ärendet och dess beredning

Sedan 2008 lämnar regeringen vartannat år en skrivelse till riksdagen om statens upplåning och förvaltning av statsskulden. Tidigare lämnades en skrivelse varje år. I samband med att tidsperioden ändrades bestämdes att de framtida skrivelserna skulle stödjas av externt utlagda utvärderingar.

Årets skrivelse (2009/10:104) är den andra enligt det nya mönstret. Förutom en beskrivning och utvärdering av utvecklingen 2005–2009 innehåller årets skrivelse en extern granskningsrapport av statsskuldpolitiken under finanskrisåren 2008–2009. Rapporten är skriven av Jörgen Appelgren, tidigare bl.a. chefsekonom på Nordea. Den förra skrivelsen, som lämnades till riksdagen våren 2008, behandlade utvecklingen 2003–2007 och innehöll förutom regeringens bedömningar även en utvärdering av statsskuldpolitiken gjord av revisions- och redovisningsföretaget Ernst & Young.

Det övergripande målet för statsskuldförvaltningen är att de långsiktiga kostnaderna för statsskulden ska minimeras samtidigt som riskerna ska beaktas. Förvaltningen ska också ske med hänsyn till de krav som penningpolitiken ställer. Eftersom målet är långsiktigt sker regeringens utvärderingar i skrivelserna i ett rullande femårsintervall.

Det finns en årligt återkommande process för behandling av och beslut om statens statsskuldförvaltning. Processen sammanfattas i punkterna nedan.

- Senast den 1 oktober lämnar Riksgäldskontoret (Riksgälden) förslag till riktlinjer för nästa års statsskuldförvaltning till regeringen. Förslaget remitteras till Riksbanken för yttrande.
- Senast den 15 november beslutar regeringen om nästa års riktlinjer.
- Riksgälden följer regeringens riktlinjer under verksamhetsåret.
- Senast den 22 februari lämnar Riksgälden en redovisning till regeringen över det senaste verksamhetsåret. Årsredovisningen plus annan begärd information från Riksgälden bildar regeringens underlag för utvärdering av statsskuldpolitiken. Enligt den nya modellen med skrivelser till riksdagen vartannat år ska regeringen även utnyttja extern utvärderingsexpertis.
- Senast den 25 april vartannat år lämnar regeringen skrivelsen och utvärderingen till riksdagen. Under mellanåren redovisar regeringen en preliminär utvärdering i budgetpropositionen. Uttalanden som riksdagen eventuellt gör i samband med behandlingen av skrivelsen kan beaktas vid utformningen av regeringens riktlinjer till Riksgälden.

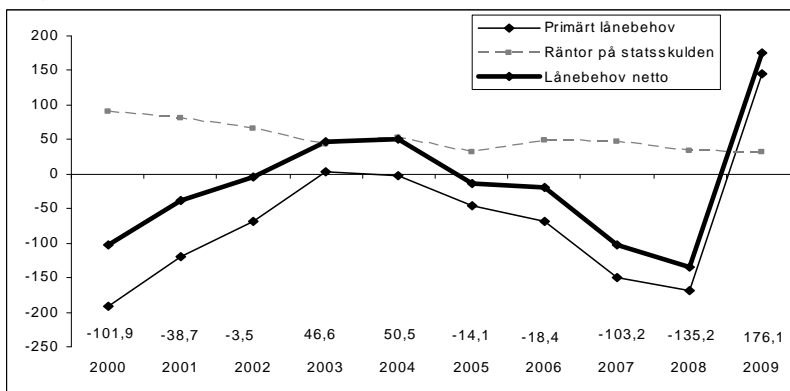
Kort beskrivning av lånebehovets och statsskuldens utveckling 2005–2009

Förutsättningarna för den svenska statsskuldspolitiken ändrades markant hösten 2008 när finanskrisen förvärrades och både den svenska och internationella konjunkturen försämrades dramatiskt. Statens lånebehov började stiga, räntorna föll till historiskt låga nivåer samtidigt som kronan försvagades kraftigt på världens valutamarknader.

Efter att ha visat överskott sedan 2005 svängde saldot i statsbudgeten till ett underskott under 2009, från ett överskott på 135 miljarder kronor 2008 till ett underskott på 176 miljarder kronor 2009. Den stora skillnaden mellan 2008 och 2009 överskattas dock av stora engångsvisa effekter. Överskottet 2008 beror bl.a. på försäljningsinkomster på 77 miljarder kronor medan underskottet 2009 bl.a. beror på en vidareutlåning till Riksbanken på 100 miljarder kronor, dvs. den förstärkning av den svenska valutareserven som Riksbanken beslutade om våren 2009 och som Riksgälden lånade upp för Riksbankens räkning.

Diagram 1. Statens lånebehov och räntor på statsskulden 2000–2009

Miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret.

Som framgår av diagram 1 uppgick ränteutgifterna på statsskulden till 31,1 miljarder kronor 2009. Trots det stigande budgetunderskottet 2009 är det drygt en miljard kronor lägre än utgifterna 2005, det första året under utvärderingsperioden. Nedgången förklaras framför allt av minskad statsskuld och lägre räntor. Under de senaste tio åren har ränteutgifternas andel av statsbudgeten minskat från ca 13 % till ca 4 % 2009, vilket betyder att statsskuldens betydelse för statsfinansernas utveckling minskat.

Om man i stället tittar på räntekostnaderna, dvs. ränteutgifterna justerade för vad man kallar upplåningstekniska effekter, nära nog halverades de mellan 2005 och 2009. Räntekostnaderna uppgick 2009 till 21,7 miljarder kronor, medan de låg på 42,1 miljarder kronor 2005. Förbättringen beror till största delen på lägre räntor.

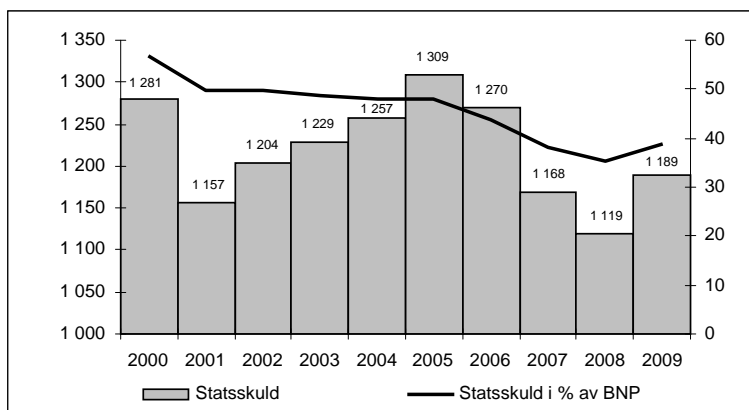
Sett i ett lite längre perspektiv har räntekostnaderna för statsskulden minskat med nästan 60 miljarder kronor under de senaste tio åren, från runt 80 miljarder kronor 2000 till 21,7 miljarder kronor 2009. Räknat som andel av BNP är det en minskning från 3,5 % av BNP till 0,7 % av BNP.

Som framgår av diagram 2 uppgick Sveriges statsskuld i slutet av 2009 till 1 189 miljarder kronor. Det är en minskning med 120 miljarder kronor sedan 2005. Budgetöverskotten under perioden svarade för drygt 80 miljarder kronor av minskningen, medan olika skulddispositioner, som t.ex. orealiserade valutakursförändringar och kortfristiga placeringsförändringar, svarade för resterande del av förbättringen.

Jämfört med 2008 ökade emellertid statsskulden med 70 miljarder kronor till följd av underskottet i statsfinanserna. Som andel av BNP uppgick skulden till 39 % 2009, vilket är en minskning med ca 10 procentenheter sedan 2005. Som jämförelse kan nämnas att när statsskulden var som högst 1994 uppgick den s.k. skuldkvoten till 78 % av BNP.

Diagram 2. Statsskulden 2000–2009

Statsskuld i miljarder kronor (vänster skala) samt % av BNP (höger skala)



Källa: Riksgäldskontoret.

För att bl.a. sprida riskerna sker statens upplåning och förvaltningen av statsskulden i följande tre skuldsdrag: nominella lån i svenska kronor, reala lån i svenska kronor och nominella lån i utländsk valuta. Huvuddelen av skulden är finansierad i nominella lån i svenska kronor, men genom att finansiering kompletteras med reala lån och utlandslån minskar statens beroende av bl.a. den svenska nominella räntans utveckling.

Tabell 1. Statsskulden fördelad på olika låneinstrument 2005–2009*Miljarder kronor*

	2005	2006	2007	2008	2009	2009 <i>andel</i>
Statsobligationer	339	315	287	281	256	21,5 %
Statsskuldväxlar	374	349	283	273	236	19,8 %
Premieobligationer	42	41	38	37	37	3,1 %
Riksgäldsspar, nominellt	21	22	25	44	33	2,8 %
Likviditetshanteringsinstrument	23	45	69	50	108	9,1 %
Valutaterminer m.m.	0	14	17	2	-9	-0,8 %
Nom. lån i svenska kronor	798	787	718	687	661	55,6 %
Realobligationer	207	217	216	206	199	16,7 %
Riksgäldsspar, realt	1	1	1	1	1	0,1 %
Reala lån i svenska kronor	208	217	217	207	200	16,8 %
Lån i utländsk valuta	303	266	233	225	328	27,6 %
Okonsoliderad statsskuld	1 309	1 270	1 168	1 119	1 189	100 %

Källa: Riksgäldskontoret.

Andelen nominella lån i svenska kronor uppgick i slutet av förra året till knappt 56 % av den totala skuldstocken. Merparten av denna upplåning skedde genom upplåning i statsobligationer (ca 21,5 % av statsskulden) och statsskuldväxlar (ca 20 % av statsskulden). I pengar räknat uppgick den nominella upplåningen i svenska kronor till 661 miljarder kronor 2009, vilket är drygt 25 miljarder lägre än under 2008. I den nominella upplåningen ingår även den s.k. privatmarknadsupplåningen, dvs. premieobligationer och Riksgäldsspar. Denna upplåning uppgick till 70 miljarder kronor 2009, vilket är en nedgång med 11 miljarder kronor jämfört med 2008. Minskningen förklaras bl.a. av att Riksgäldsspar ökade starkt under finanskrisen hösten 2008, men att spararna tog ut en del av pengarna under 2009 när situationen på marknaderna blivit mer stabil.

Valutaskulden, dvs. lån i utländsk valuta, uppgick i slutet av 2009 till 328 miljarder kronor, vilket motsvarar knappt 28 % av statsskulden. Jämfört med 2008 är det en ökning med hela 103 miljarder kronor och ökningen förklaras av Riksgäldens upplåning för Riksbankens räkning i syfte att förstärka valutareserven. Den svenska statens skuld i utländsk valuta var som störst i slutet av 2001 då den uppgick till 407 miljarder kronor eller 34 % av statsskulden. Sedan dess har skulden halverats, om man räknar bort förra årets förstärkning av valutareserven.

Riksgälden började ge ut reala lån i mitten av 1990-talet i syfte att diversifiera statsupplåningen. I slutet av 2009 uppgick den reala skulden till 200 miljarder kronor, en minskning med 8 miljarder kronor under utvärderingsperioden. Som andel av statsskulden uppgick den reala skulden till knappt 17 % i slutet av 2009.

Utskottets överväganden

Regeringens riktlinjebeslut för statsskuldförvaltningen

Utskottets förslag i korthet

Riksdagen godkänner vad utskottet anfört om regeringens riktlinjer för statens upplåning och skuldförvaltning. Sammantaget har riktlinjerna legat i linje med det statsskuldspolitiska målet. Riktlinjerna har bidragit till en lägre upplåningskostnad samtidigt som riskerna varit väl avvägda. Trots den mycket turbulenta ekonomiska utvecklingen har statens upplåning och förvaltningen av statsskulden fungerat väl. Utskottet anser också att årets externa granskning är väl genomförd och fyller den viktiga funktionen som stödjande underlagsmaterial som utskottet tidigare efterlyst.

Sammanfattning av skrivelsens innehåll

Under utvärderingsperioden har regeringen fattat fem ordinarie riktlinjebeslut. Dessutom har regeringen vid fyra tillfällen tagit beslut om ändring av enskilda styrvariabler eller målvärden. Tre av dessa ändringsbeslut fattades efter att finanskrisen förvärrades hösten 2008. De ändringsbeslut som föranletts av finanskrisen och konjunkturedgången avser de extra emissionerna av statsskuldväxlar hösten 2008, upphävande av löptidsriktmärket för nominell skuld våren 2009 (för att möjliggöra Riksgäldens emission av en 30-årig obligation) och ett utökat mandat för positioner i kronans växelkurs.

Nedan redovisas regeringens riktlinjer inom olika områden, den externa granskarens synpunkter på riktlinjerna och övriga frågeställningar samt regeringens kommentarer till granskarens synpunkter.

Statsskuldens sammansättning

Regeringens riktlinjer för perioden 2005–2009

Av tabell 2 framgår regeringens riktlinjer för sammansättningen av statsskulden. Av tabellen framgår också att andelen nominell skuld av den totala statsskulden är en funktion av vilka mål man satt för valuta- och realskulden. Den nominella skulden blir så att säga en restpost efter att man bestämt sig för hur stor andel av skulden man vill ha i utländsk valuta och reallån.

Sedan 2001, då valutaskulden var som högst, har regeringen haft som ambition att minska valutaskuldens andel av statsskulden och öka andelen real skuld. I riktlinjebeslutet för 2005 fastställdes att målet för valutaskul-

den skulle vara 15 %, att målet för den reala skulden skulle vara 20–25 % och att den nominella skulden därmed skulle vara 60–65 %. I riktlinjebeslutet för 2007 fastställdes att målet för den reala skulden långsiktigt skulle uppgå till 25 % av statsskulden och att den nominella skuldandelen då skulle bli 60 %. Sedan ändringen 2007 har målen varit oförändrade.

Tabell 2. Regeringens riktlinjer för statsskuldens sammansättning

	2005	2006	2007	2008	2009
Målandel valutaskuld	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
Målandel real skuld	20–25 %	20 %	25 %	25 %	25 %
Residual nominell skuld	60–65 %	65 %	60 %	60 %	60 %

Källa: Finansdepartementet.

För att styra valutaskulden mot målet 15 % har Riksgälden under flera år fått till uppgift att amortera skulden. Under 2005 och 2006 var riktvärdet för amortering 25 miljarder kronor, under 2007 och 2008 var riktvärdet 40 miljarder kronor. Under samtliga dessa år fick Riksgälden möjlighet att avvika från riktvärdet med 15 miljarder kronor.

Under sommaren 2008 närmade sig valutaskulden målet på 15 %. Regeringen beslutade då att ersätta amorteringsriktvärdet med styrintervall på ± 2 procentenheter kring målet.

Den externa granskarens synpunkter

Enligt utredaren finns det goda skäl till att dela upp statsskulden på flera olika skuldslag. Det är dock svårt att bedöma hur stora andelarna ska vara. Nuvarande uppdelning bygger på en analys som gjordes 2004 då skuldkvoten låg runt 50 % av BNP. Eftersom skuldandelarna delvis är en funktion av statsskuldens storlek bör Riksgälden göra analyser över hur skuldandelarna bör se ut i ett läge där statsskulden är betydligt högre respektive betydligt lägre. Regeringens beslut i augusti 2008, då amorteringsriktmärket för valutaskulden avskaffades, borde regeringen ha kunnat skriva in redan i riktlinjebeslutet för 2008, dvs. hösten 2007. Ändringsbeslutet var enligt utredaren en naturlig konsekvens av att försäljningsintäkterna i utländsk valuta blev större än väntat vilket innebar att valutaskulden uppnådde det långsiktiga målet sommaren 2008.

Regeringens kommentarer till granskarens synpunkter

Utredarens förslag att utreda och analysera skuldandelarna är relevant. Regeringen avser att ge Riksgälden i uppdrag att göra en sådan analys. Analysen bör även innehålla en analys av löptiderna i skuldslagen. Enligt regeringen har det varit fullt möjligt att redan i riktlinjerna för 2008 avskaffa amorteringsriktmärket. Alternativet övervägdes men av transparens skäl valdes att annonsera åtgärden i ett särskilt ändringsbeslut.

Statsskuldens löptid

Regeringens riktlinjer för perioden 2005–2009

Avvägningen mellan kostnad och risk i förvaltningen av statsskulden styrs till stor del av löptiden på skulden. I takt med att statsfinanserna stärkts och statsskulden minskat har löptiden i statsskulden blivit kortare (kort upplåning är ofta billigare men risken bedöms som större).

Tabell 3. Regeringens riktlinjer för statsskuldens löptid

	2005	2006	2007	2008	2009
Valuta+nominell kronskuld	2,5 ±0,3år	3,1 år			
Valutaskuld					0,125 år
Nominell skuld					3,5 år
Real skuld					10,1 år
Totalt		(5,0)	4,7	4,8	(5,4)

Källa: Finansdepartementet.

Före 2007 beslutade regeringen om löptidsriktlinjer för enbart den nominella skulden och valutaskulden tillsammans. I riktlinjebeslutet för 2007 beslutade regeringen om en riktlinje för hela skulden på 4,7 år (från beräknade 5 år året innan). För 2008 fastställdes det samlade riktmärket till 4,8 år. I och med riktlinjebeslutet för 2009 övergick regeringen till att styra löptiden för de enskilda skudslagen. Inför det beslutet ville Riksgälden att löptiden för den nominella skulden skulle sänkas till 3,2 år. Regeringen beslutade dock att behålla den tidigare löptiden på 3,5 år med hänvisning till att utvecklingen i såväl konjunkturen som statsfinanserna var osäker. Ett beslut om en ändring borde tas först när marknaderna stabiliserat sig, enligt regeringen.

I mars 2009 beslutade regeringen att temporärt upphäva löptidsriktmärket för den nominella skulden. Orsaken var att Riksgälden (på Riksgäldens begäran) skulle få möjlighet att utnyttja de låga obligationsräntorna och emittera ett 30-årigt lån. I slutet av mars lånade Riksgälden upp 38 miljarder kronor i ett obligationslån till en ränta på 3,75 %. Till följd av lånet steg löptiden på den nominella skulden från 3,5 år till 5,5 år.

Den externa granskarens synpunkter

I och med riktlinjebeslutet för 2009 gick regeringen över till att styra löptiden för varje skudslag. En sådan styrning är att föredra enligt utredaren, bl.a. för att en avvikelser i ett skudslag inte ska få återverkningar på de andra skudslagen. Regeringens beslut i november 2008 att behålla löptiden i den nominella kronskulden på 3,5 år under 2009 är inte övertygande. En djup konjunkturnedgång leder vanligtvis till lägre inflation och lägre räntor, vilket skulle tala för en minskad löptid i skulden. Osäkerhet på finansmarknaderna brukar också leda till att efterfrågan på säkra placeringar ökar, vilket sänker statens upplåningskostnader. Det enda kvarstå-

ende hållbara motivet till regeringens beslut är enligt utredaren att det fanns en stor risk eller rädsla för att statsfinanserna skulle utvecklas betydligt sämre än vad som framgick av regeringens kalkyler vid tidpunkten för beslutet.

Regeringens beslut i mars 2009 att upphäva riktmärket för löptiden i den nominella skulden så att Riksgälden skulle kunna emittera ett 30-årigt obligationslån kullkastar enligt utredaren hela den statsskuldpolitiska styrmodellen. Det var i och för sig gynnsamt att ta upp ett långt lån, men händelsen bör leda till en diskussion om en alternativ styrmodell. Utredaren efterlyser en modell med större flexibilitet för Riksgälden (se vidare bilagan i skrivelsen s. 27).

Regeringens kommentarer till granskarens synpunkter

Regeringen försvarar beslutet att behålla löptiden i den nominella skulden med att osäkerheten var stor vid beslutstillfället. Den förvärrade finanskrisen innebar att mycket negativa scenarier för statsfinanserna inte kunde uteslutas. Att då förkorta löptiden och öka risken bedömdes inte som lämpligt. I efterhand kan man konstatera att regeringen i likhet med andra bedömare missbedömde storleken på den räntenedgång som kom. Räntenedgången gav en mycket brant positivt lutad avkastningskurva, vilket är ett argument för en kortare löptid. Men den extrema räntenedgången låg enligt regeringen inte för handen vid beslutstillfället i november 2008. Regeringen försvarar också borttagandet av löptidsriktmärket i den nominella skulden i mars 2009. Hade regeringen fastställt ett nytt riktmärke hade det med stor sannolikhet fördyrat Riksgäldens upplåning, enligt regeringen. Regeringen valde därför att i stället lösa Riksgälden från riktmärket så att Riksgälden kunde ta tillvara de lägre långa räntorna. Det bedömdes också att det skulle ta för lång tid att ta fram en ny styrmodell. I stället togs riktmärket bort temporärt, och fr.o.m. 2010 tillämpas en ny styrmodell för den nominella kronskulden.

Riksgäldens positionstagande

Regeringens riktlinjer för perioden 2005–2009

För att sänka statens kostnader för statsskulden har Riksgälden möjlighet att via aktiv förvaltning ta positioner i räntor och valutor. Positioner får dock inte tas på den svenska räntemarknaden. Hur stora risker Riksgälden får ta styrs av regeringens riktlinjer. Gränsen i riktlinjerna uppgår till 600 miljoner kronor mätt som daglig s.k. value at risk (VaR). Inom det utrymme ska Riksgäldens styrelse ta beslut om interna riktlinjer för den aktiva förvaltningen. Styrelsen kan också fatta beslut om strategiska valutapositioner. Fram till augusti 2008 kunde Riksgälden via avvikelseintervallet runt amorteringsriktmärket för valutaskulden ta strategiska positioner motsvarande 15 miljarder kronor. Syftet med intervallet var att kunna ta till vara svängningarna i kronans värde gentemot andra valutor. Genom att minska

på amorteringarna när kronan var svag kunde staten undvika stora valutakursförluster. När amorteringsriktmärket avskaffades inkluderades ett belopp motsvarande avvikelseintervallet i det tidigare positionsutrymmet på 600 miljoner kronor.

I maj 2009 höjde regeringen Riksgäldens mandat för strategiska positioner i kronor från 15 miljarder kronor till 50 miljarder kronor. Anledningen var att utnyttja den lågt värderade kronan för att sänka upplåningskostnaderna. Såväl Riksgälden som regeringen bedömde att kronan återigen skulle stärkas när den finansiella oron ebbat ut. Under första kvartalet hade Riksgälden tagit en position till förmån för kronan gentemot euron på 15 miljarder kronor. I och med regeringens beslut i maj utökades positionen till 50 miljarder kronor. Beslutet innebar också att det utökade utrymmet undantogs från det tidigare positionsutrymmet.

Den externa granskarens synpunkter

Utredaren stöder beslutet i maj 2009 att utöka mandatet för strategiska positioner i kronor från 15 miljarder kronor till 50 miljarder kronor. Kronan var extremt svag och en normalisering av finansmarknaderna borde även medföra en normalisering av kronan. Utredaren är dock tveksamt till om det aktiva positionstagandet kan ses som en kostnadsminimering. Snarare handlar det om att öka intäkterna från en sidoverksamhet. Utredaren efterlyser större tydlighet i frågan. Utredaren anser att regeringen bör överväga att ge Riksgälden ett större mandat när det gäller strategiska positioner. Syftet är att minska ledtiderna i beslutsprocessen och därigenom ge Riksgälden större möjlighet att utnyttja gynnsamma marknadstillfällen.

Regeringens kommentarer till granskarens synpunkter

Regeringen delar inte utredarens syn att positionstagandet kan ses som en sidoverksamhet till den egentliga skuldförvaltningen. Tvärtom finns enligt regeringen en tydlig koppling till målet att minimera kostnaderna med beaktande av risk. Ett exempel på det är att det är rimligt att Riksgälden kan beakta kronkursen när beslut tas om upplåning ska ske i kronor eller utländsk valuta. Genom att öka valutaskulden när kronan är svag och minska den när kronan är stark kan Riksgälden minska den förväntade kostnaden för statsskulden på lång sikt. Riksgäldens mandat att ta strategiska positioner är en integrerad del av en effektiv skuldförvaltning. Beträffande Riksgäldens löpande aktiva förvaltning i utländsk valuta, delvis med hjälp av externa förvaltare, är kopplingarna inte lika tydliga även om denna verksamhet bidrar till att Riksgälden får den kompetens som krävs för att ta strategiska positioner. När det gäller Riksgäldens mandat anser regeringen att det finns skäl att se över mandatet för positionstagande. Regeringen anger att den har för avsikt att ge Riksgälden i uppdrag att särskilt utreda frågan om mandatets utformning inför regeringens beslut om riktlinjer för 2011.

Marknads- och skuldvard

Regeringens riktlinjer för perioden 2005–2009

Sedan 2006 finns i riktlinjerna ett särskilt mål för marknads- och skuldvard. Syftet är att tydliggöra att Riksgälden genom marknads- och skuldvard ska förbättra marknadens funktion i syfte att nå målet om kostnadsminimering med beaktande av risk. Målet för 2009 uttrycktes som att "Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk."

Lån för att tillgodose behovet av statslån under finanskrisen

Regeringens riktlinjer

I slutet av oktober 2008, efter att riksdagen beslutat om ett tillägg i lagen om statens upplåning och skuldförvaltning, beslutade regeringen att ge Riksgälden rätt att ha utestående lån till ett maximalt värde av 200 miljarder kronor för att tillgodose behovet av statslån med olika löptid. Regeringens beslut bekräftade de åtgärder Riksgälden redan vidtagit direkt efter Lehman Brothers konkurs i september 2008 då efterfrågan på statspapper steg dramatiskt.

Den externa granskarens synpunkter

De extra emissioner av statsskuldväxlar som Riksgälden genomförde under finanskrisens mest turbulenta skede hösten 2008 var inte bara ett lovvärt agerande från Riksgäldens sida, utan i högsta grad berömvärt. Agerandet fick stor betydelse för att dämpa oron på finansmarknaderna. Riksdagens och regeringens ändrade regler och riktlinjer i efterhand bekräftar att Riksgäldens åtgärder var rimliga och riktiga.

Upplåning på privatmarknaden

Regeringens riktlinjer för perioden 2005–2009

Sedan 2007 finns i regeringens riktlinjer ett särskilt mål för Riksgäldens upplåning på privatmarknaden. Målet är att Riksgälden genom privatmarknadsupplåningen ska bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden. I riktlinjebeslutet för 2008 framgår att besparingen ska sättas i relation till motsvarande upplåning via statsobligationer och statsskuldväxlar.

Den externa granskarens synpunkter

Målet för upplåningen på privatmarknaden är för allmänt formulerat och bör preciseras i linje med beskrivningen till riktlinjebeslutet 2008. Där framgick att besparingen av privatmarknadsupplåningen ska sättas i förhållande till upplåningen via statsobligationer och statsskuldväxlar. Riksgälden bör arbeta vidare med att förbättra modellen där privatmarknadsupplåningen jämförs med upplåningen på statspappersmarknaden.

Regeringens kommentarer till granskarens synpunkter

Regeringen annonserar att den avser att se över målformuleringen för privatmarknadsupplåningen i riktlinjebeslutet för 2011. Riksgälden ska också få i uppdrag att förbättra jämförelsen mellan upplåningen på privatmarknaden och statspappersmarknaden.

*Kostnadsmätning***Den externa granskarens synpunkter**

Regeringen och Riksgälden bör i utvärderingar av de olika upplåningsinstrumenten försöka uppskatta hur mycket upplåningskostnaderna i den nominella portföljen sänkts på grund av diversifieringen mellan olika skuldslag. Jämförelserna bör bli mer rättvisa för att man rätt ska kunna sätta upp mål för skuldandelar. Riksgälden bör också göra en studie över emissionsräntan i syfte att se om den avviker från marknadsräntan vid tiden strax före respektive strax efter auktionerna. Detta i syfte att ge ett underlag för eventuella förändringar av upplåningsförfarandet.

Regeringens kommentarer till granskarens synpunkter

Regeringen noterar utredarens iakttagelser och framhåller att Riksgälden har i uppdrag att kontinuerligt arbeta med att utveckla metoder för kostnads- och riskmätning. Detsamma gäller metoderna för upplåning.

*Vidare ramar i systemet***Den externa granskarens synpunkter**

Utredaren bedömer att nuvarande styrmodell fungerar bra i tider då lånebehovet utvecklas i linje med prognoserna och när de finansiella marknaderna fungerar bra. Systemet är dock snävt och stelt i orostider. På kort sikt är Riksgäldens manöverutrymme relativt begränsat. Utredaren efterlyser ett mer flexibelt system.

Regeringens kommentarer till granskarens synpunkter

Enligt regeringen fungerar nuvarande system tillfredsställande. Det är inte möjligt att utforma ett system som klarar alla tänkbara händelser och samtidigt ger en god styrning och tydlighet i statsskuldspolitiken. Om det krävs ökat manöverutrymme har Riksgälden möjlighet att påtala detta för regeringen i samband med förslagen till riktlinjer eller när situationen så kräver. Det bör enligt regeringen understrykas att den period som utredaren granskat präglas av extrema förändringar i såväl lånebehov som marknadsvillkor. Att det under sådana perioder krävs riktlinjebeslut utöver det årliga beslutet bör inte tas som intäkt för att systemet är oflexibelt eller att det inte fungerar.

Finansutskottets ställningstagande

Utskottet börjar med att konstatera att förutsättningarna för den svenska statsskuldspolitiken förändrades relativt dramatiskt under utvärderingsperioden. När finanskrisen förvärrades hösten 2008 började statens lånebehov stiga på nytt efter flera år av statsfinansiellt överskott samtidigt som svenska och internationella räntor föll till historiskt låga nivåer och den svenska kronan försvagades markant på världens valutamarknader.

Utskottets intryck är dock att statens upplåning och förvaltningen av statsskulden ändå fungerat väl trots den mycket turbulenta ekonomiska omgivningen. Utskottets övergripande bedömning är att regeringens riktlinjer för statsskuldförvaltningen under utvärderingsperioden legat i linje med det statsskuldspolitiska målet, dvs. riktlinjerna har bidragit till en lägre upplåningskostnad samtidigt som riskerna varit väl avvägda.

Nedan kommenterar utskottet några av regeringens riktlinjer.

Sammansättningen av statsskulden

I likhet med tidigare har regeringens riktlinjer under utvärderingsperioden varit inriktade mot att minska andelen valutaskuld till förmån för en ökad inhemsk upplåning i form av en ökad andel real skuld. Enligt utskottets mening är detta en rimlig utveckling, både av risk- och kostnadsskäl. Den tidigare höga ränteskillnaden mellan Sverige och omvärlden har försvunnit under de senaste tio åren. Det innebär i sin tur att det inte finns några kostnadsskäl till att ha en hög andel valutaupplåning. De senaste årens oro på de internationella finansmarknaderna visar också på den risk som finns i en stor valutaupplåning.

Den externa granskaren anser att det bör göras en ny utredning av hur sammansättningen av statsskulden bör se ut. Nuvarande uppdelning mellan olika skuldslag bygger på en analys som gjordes 2004. Enligt utskottets mening kan det vara rimligt att se över sammansättningen. Utskottet noterar också att regeringen i skrivelsen meddelar att den tänker ge Riksgälden i uppdrag att genomföra en sådan analys. Förutom en analys av sammansättningen bör, enligt regeringen, utredningen även omfatta en analys av löptiderna i de olika skuldslagen.

Statsskuldens löptid

Sett på lite längre sikt har löptiden i statsskulden blivit kortare. Enligt utskottets mening är det en befogad utveckling med tanke på att statsfinanserna blivit starkare och statsskulden minskat både i nominella termer och som andel av BNP.

I och med riktlinjebeslutet för 2009 gick regeringen över från att tidigare ha styrt löptiden på hela statsskulden till att nu ange löptidsriktlinjer för enskilda skuldslag. I samband med det beslutet ville Riksgälden att löptiden i den nominella skulden skulle sänkas från 3,5 år till 3,2 år. Reger-

ingen valde dock att behålla 3,5 år, med hänvisning till att det fanns en stor osäkerhet om konjunkturutveckling och därmed utvecklingen av statsfinanserna.

Under 2009 upphävde regeringen löptidsriktmärket i den nominella skulden så att Riksgälden fick möjlighet att emittera ett 30-årigt obligationslån. Följden blev löptiden i den nominella skulden steg från 3,5 år till 5,5 år.

Den externa granskaren ifrågasätter regeringens motiv till att behålla löptiden i den nominella skulden på 3,5 år under 2009. Enligt granskaren fanns det goda skäl till att sänka löptiden trots den osäkra ekonomiska utvecklingen. Granskaren anser också att regeringens beslut under 2009 att upphäva löptidsriktmärket för den nominella skulden gör att den statsskuldspolitiska styrmodellen kan ifrågasättas.

Sett med facit i hand hade det enligt utskottets mening sannolikt varit rätt att sänka löptiden i den nominella skulden i riktlinjebeslutet för 2009. Samtidigt måste man komma ihåg att när regeringen i november 2008 tog beslutet härjade finanskrisen som värst. Osäkerheten var omfattande och ingen visste hur djup den ekonomiska nedgången skulle bli eller hur det skulle påverka statsfinanserna. I den situationen var det enligt utskottets mening rimligt att avvakta med beslutet att sänka riktmärket för löptiden i den nominella skulden.

När det gäller upphävandet av löptidsriktmärket under 2009 och den statsskuldspolitiska styrmodellen kan utskottet konstatera att regeringen fr.o.m. 2010 infört en ny styrmodell för löptiden i den nominella skulden. I den nya modellen delas den nominella skulden upp i två delar, dels i låneinstrument med en löptid upp till 12 år, dels i låneinstrument med en löptid över 12 år. I den första delen är löptiden satt till 3,2 år, i den andra delen finns i stället för ett löptidsriktmärke ett tak satt till en upplåning på maximalt 60 miljarder kronor.

Riksgäldens positionstagande

För att utnyttja den mycket lågt värderade svenska kronan höjde regeringen i maj 2009 Riksgäldens mandat för strategiska positioner från 15 till 50 miljarder. Under första kvartalet 2009 tog Riksgälden kronpositioner gentemot euron på 15 miljarder kronor och positionen utökades efter regeringens beslut till 50 miljarder kronor.

Den externa granskaren stöder regeringens beslut att utöka Riksgäldens mandat för strategiska positioner. Granskaren anser att regeringen bör överväga att permanent ge Riksgälden ett större mandat för denna typ av positioner för att minska ledtiderna i beslutsprocessen och ge Riksgälden större möjligheter att utnyttja gynnsamma marknadstillfällen. Utskottet noterar att regeringen anser att det kan finnas skäl att se över mandatet. Regeringen anger att den tänker ge Riksgälden i uppdrag att särskilt utreda frågan om mandatets utformning.

Enligt utskottets uppfattning kan det finnas anledning att ge Riksgälden ett något större manöverutrymme så att den kan utnyttja möjligheter som uppstår på marknaderna utan att behöva avvakta beslut från regeringen. Det bör dock noga övervägas hur detta i så fall ska regleras. Utskottet noterar att de positioner som togs våren 2009 hittills varit framgångsrika. Fram till februari 2010 hade positionerna gett en sammanlagd realiserad vinst på 4,4 miljarder kronor, enligt granskarens beräkningar. Enligt granskaren hade den realiserade vinsten kunnat vara omkring 400 miljoner kronor högre (vid årsskiftet 2009/2010) om Riksgälden fått regeringens beslut om en höjning av mandatet två månader tidigare.

Den externa granskningen

Utskottet vill avsluta med att kommentera den externa granskningen. Utskottet har tidigare efterlyst externa utvärderingar av statsskuldspolitiken och välkomnade därför regeringens initiativ våren 2007 att skrivelserna i framtiden ska stödjas av externt utlagda utvärderingar. Den första externa utvärderingen redovisades i skrivelsen från våren 2008 och var genomförd av Ernst & Young. Utskottet välkomnade då utvärderingen men konstaterade samtidigt att nyttan av utvärderingen varit begränsad (bet. 2007/08: FiU22). Utskottet uppmanade regeringen att till nästa skrivelse utveckla den externa granskningen så att den kan fylla den viktiga funktionen som stödjande underlagsmaterial.

Såvitt utskottet kan bedöma uppfyller årets granskning det kravet. Granskaren förefaller väl insatt i ämnet och för ett tydligt och lärorikt resonemang i olika frågeställningar. Granskaren föreslår också en rad genomtänkta förändringar i den statsskuldspolitiska beslutsprocessen som regeringen resonerar kring i skrivelsen.

Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut

Utskottets förslag i korthet

Riksdagen godkänner vad utskottet anfört om Riksgäldens strategiska och operativa beslut om upplåning och skuldförvaltning. Helhetsintrycket av Riksgäldens verksamhet under utvärderingsperioden är mycket gott. Verksamheten har följt regeringens riktlinjer och det statsskuldpolitiska målet. De delar av förvaltningen som går att mäta kvantitativt har genomgående visat på positiva resultat. Utskottet berömmar Riksgälden för dess agerande under finanskrisens inledning. Riksgäldens beslut att emitera stora volymer statsskuldväxlar och placera inkommande medel i bostadsobligationer bidrog till att dämpa oron på marknaderna och underlättade bankernas och bostadsinstitutens finansiering.

Sammanfattning av skrivelsens innehåll

Regeringen anser att Riksgäldens strategiska och operativa beslut under åren perioden 2005–2009 fattats i enlighet med regeringens riktlinjer och det övergripande målet för statsskuldpolitiken.

Nedan redovisas kortfattat regeringens bedömningar inom olika områden.

Valutaskulden

Riksgäldens upplåning och förvaltning i utländsk valuta har varit i enlighet med regeringens riktlinjer. Riksgälden ska styra valutaskuldens andel inom ett intervall på ± 2 procentenheter i förhållande till målandelen på 15 %. Sedan andelsstyrningen infördes i augusti 2008 har valutaskulden hållits inom intervallet. Statens lånebehov svängde kraftigt under utvärderingsperiodens två sista år, och Riksgäldens långfristiga valutaupplåning steg från 5 miljarder kronor 2008 till 180 miljarder 2009. Trots detta är det regeringens uppfattning att Riksgälden bedrivit en kostnadseffektiv upplåning i utländsk valuta. Enligt regeringen har också Riksgälden hanterat upplåningen och vidareutlåningen till Riksbanken på ett rimligt sätt. Valet att sprida ut upplåningen över tid bör ha minskat risken för att upplåningen i onödan skulle ha bidragit till spekulation om att den statsfinansiella situationen var värre än vad den var. Valet att sprida upplåningen på flera upplåningsformer medförde också att marknaden inte ansträngdes mer än nödvändigt. Riksgäldens val av riktmärkesportfölj för valutaskuldens fördelning för såväl perioden 2006–2008 som perioden 2009–2011 verkar rimliga enligt regeringen. Regeringen noterar att den externa utredaren ser

positivt på den nya portföljen som infördes 2009, bl.a. eftersom räntan på ingående valutor i den nya portföljen under hela 2000-talet varit längre än i den tidigare portföljen.

Realskulden

Den reala upplåningen i svenska kronor har genomförts i enlighet med regeringens riktlinjer. Under 2008 och 2009 har Riksgälden minskat emissionsvolymerna av realobligationer och genomfört byten för att styra realskulden mot den långsiktiga målandelen på 25 %. Riksgäldens åtgärder har enligt regeringen varit rimliga med tanke på att det är svårt att styra realskuldens andel. Det kvantitativa målet att den reala upplåningen ska vara billigare än motsvarande nominell upplåning har uppnåtts. Under 2008 förföll ett reallån till ett realiserat resultat på 2,9 miljarder kronor.

Nominell kronskuld

Upplåningen i nominella svenska kronor har varit förenlig med regeringens riktlinjer. Trots tvära kast i låne- och emissionsbehov har emissionerna av statspapper fungerat tillfredsställande. Den emission av en 30-årig obligation med en lånevolyms på 38 miljarder kronor och till en ränta på 3,75 % som Riksgälden genomförde i mars 2009 är för tidig att utvärdera men villkoren för lånet förefaller attraktiva både ur kostnads- och riskperspektiv, enligt regeringen.

Löptider

De intervaller för avvikelser kring räntebindningstiden för olika skuldslag som Riksgälden beslutat om under perioden bedömer regeringen som rimliga. Riksgälden har hållit löptiden inom intervallen.

Positionstagande

Regeringen anser att Riksgälden under utvärderingsperioden lyckats utnyttja mandatet att ta strategiska positioner för att minska kostnaden för statsskuldens förvaltning. I mars 2009 realiserades en vinst på 2,5 miljarder kronor avseende en strategisk dollarposition som togs halvårsskiftet 2008 då dollarn bedömdes som svag mot euron. Den stora kronposition som togs våren 2009 med argumentet att kronan var kraftigt undervärderad gav i slutet av 2009 en realiserad vinst på 1,7 miljarder kronor. Sedan dess har kronan kraftigt stärkts, vilket förbättrat kalkylen ytterligare. Regeringen noterar att den externa utvärderaren anser att utvecklingen hittills tyder på att regeringen och Riksgälden gjort en riktig analys av kronutvecklingen. Av mandatet att ta valutapositioner på 600 miljoner kronor (mätt som daglig s.k. VaR) har Riksgälden delegerat 220 miljoner till den aktiva löpande förvaltningen. Enligt regeringen har den ingen anledning att kritisera delegeringsbeslutet. Den aktiva förvaltningen gav under

utvärderingsperioden ett resultat på 700 miljoner kronor. Den aktiva förvaltningen har därmed uppfyllt målet att verksamheten ska ge ett överskott. Resultatet har också uppnått till en rimligt låg risknivå.

Marknads- och skuldvard

Regeringen anser att Riksgäldens principer för marknads- och skuldvard ger goda förutsättningar för att minska statsskuldens lånekostnader. Riksgäldens strategiska val att koncentrera skulden till ett begränsat antal löptider och upprätthålla effektiva försäljningskanaler minskar lånekostnaderna. Riksgäldens marknadsåtagande och kommunikation bedrivs på ett sådant sätt att det bidrar till en god marknads- och skuldvard. Utredningsföretaget prosperas olika utvärderingar visar att Riksgälden bedrivit marknads- och skuldvarlden på ett ändamålsenligt sätt, även om det finns områden som fått lite svagare betyg.

Lån för att tillgodose behovet av statslån under finanskrisen

Riksgäldens extraemissioner under finanskrisen hösten 2008 var väl genomförda och rimliga, enligt regeringen. Riksgäldens snabba och tydliga agerande bidrog till en högre likviditet på den svenska räntemarknaden. Emissionerna hölls inom de ramar som senare fastställdes i regeringens riktlinjer. Riksgäldens metod att repa in bostadspapper bidrog till att förbättra likviditeten i bostadspapper och därmed minska effekten av den finansiella oron.

Upplåningen på privatmarknaden

Privatmarknadsupplåningen gav under utvärderingsperioden en samlad kostnadsbesparing på drygt 800 miljoner kronor. Av kostnadsbesparingen bidrog premieobligationer med 673 miljoner kronor och Riksgäldsspar med 134 miljoner kronor. Därmed har Riksgälden uppnått målet att privatmarknadsupplåningen ska sänka statsskuldens upplåningskostnader. För att utvärdera måluppfyllelsen jämförs kostnaderna för privatupplåningen med kostnaderna för Riksgäldens upplåning via statsobligationer och statsskuldväxlar.

Finansutskottets ställningstagande

Utskottets intryck av Riksgäldens verksamhet under utvärderingsperioden är mycket gott. Utskottet finner ingen anledning att föra fram någon kritik mot kontoret eller de resultat som kontoret uppnått. Verksamheten har följt regeringens riktlinjer och statsskuldspolitikens övergripande mål, och de delar av förvaltningen som går att mäta kvantitativt har genomgående visat på positiva resultat. Trots den osäkra ekonomiska utvecklingen under senare delen av utvärderingsperioden har förvaltningen och upplåningen fungerat väl och varit kostnadseffektiv.

Några dagar efter investmentbanken Lehman Brothers konkurs i september 2008 började Riksgälden emittera stora mängder statskuldväxlar för att tillgodose marknadernas kraftigt stigande efterfrågan på statspapper. Överskottet från emissionerna placerades sedan via s.k. omvända repor i säkerställda bostadsobligationer. Riksdagen beslutade i oktober 2008 att i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning ge Riksgälden möjlighet att ta upp extra lån för att tillgodose behovet av statslån med olika löptider. Senare gav regeringen Riksgälden rätt att ta upp extra lån till ett värde av maximalt 200 miljarder kronor.

Utskottet delar den externa granskarens bedömning att Riksgäldens agerande under finanskrisens inledning var berömvärt. Riksgäldens agerande bidrog till att dämpa oron på marknaderna och underlättade bankernas och bostadsinstitutens finansiering.

Med vad som anförts ovan föreslår utskottet att regeringens skrivelse 2009/10:104 läggs till handlingarna.

BILAGA

Förteckning över behandlade förslag

Skrivelsen

Regeringens skrivelse 2009/10:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2005–2009.