



Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2007–2011

Sammanfattning

Finansutskottet behandlar regeringens skrivelse 2011/12:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2007–2011. Utskottet föreslår att riksdagen godkänner vad utskottet anfört om regeringens riktlinjer för statskuldförvaltningen och Riksgäldskontorets verksamhet. Utskottet föreslår också att regeringens skrivelse läggs till handlingarna.

Förutsättningarna för förvaltningen av den svenska statsskulden har kraftigt varierat under den aktuella utvärderingsperioden. Statens finanser gick från ett överskott i början av perioden till ett underskott under finanskris-åren och till ett överskott igen under 2011. Både de korta och långa räntorna föll samtidigt som den svenska kronan först försvagades kraftigt i samband med finanskrisen för att sedan förstärkas under framför allt senare delen av 2009 och under 2010.

Utskottets intryck är att den statliga upplåningen och förvaltningen av statsskulden fungerat väl trots den oroliga ekonomiska omgivningen. Statsskulden har under perioden minskat med 60 miljarder kronor, vilket innebär att skulden som andel av BNP sjunkit från 43 procent av BNP till 32 procent av BNP (mätt i okonsoliderade termer). Ränteutgifterna på skulden har sjunkit från drygt 47 miljarder kronor under 2007 till knappt 35 miljarder kronor under 2011.

Utskottets bedömning är att regeringens riktlinjer för statskuldförvaltningen under utvärderingsperioden legat i linje med målet för statskuldförvaltningen. Riktlinjerna har bidragit till en lägre upplåningskostnad samtidigt som riskerna verkar ha varit väl avvägda.

Utskottets intryck av Riksgäldskontorets verksamhet under utvärderingsperioden är gott. Verksamheten har följt riktlinjerna och statsskuldpolitikens övergripande mål, och de delar av förvaltningen som går att mäta kvantitativt visar positiva resultat. Utskottet ger Riksgäldskontoret ett välförtjänt erkännande för den lyckosamma kronpositionen som man byggde upp under 2009 och som avslutades 2011. Den gav ett tillskott till de svenska skattebetalarna på drygt 8 miljarder kronor.

Innehållsförteckning

Sammanfattning	1
Utskottets förslag till riksdagsbeslut	3
Redogörelse för ärendet	4
Ärendet och dess beredning	4
Lånebehovets och statsskuldens utveckling under perioden 2007– 2011	4
Utskottets överväganden	9
Regeringens riktlinjebeslut för statsskultsförvaltningen	9
Skrivelsen	9
Finansutskottets ställningstagande	17
Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut	20
Skrivelsen	20
Finansutskottets ställningstagande	23
<i>Bilaga</i>	
Förteckning över behandlade förslag	24
Skrivelsen	24

Tabeller

Tabell 1 Statsskulden fördelad på olika låneinstrument under utvärderingsperioden	7
Tabell 2 Regeringens riktlinjer för statsskuldens sammansättning	10
Tabell 3 Regeringens riktlinjer för statsskuldens löptid	12

Diagram

Diagram 1 Statens lånebehov och räntor på statsskulden	5
Diagram 2 Statsskulden	6
Diagram 3 Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld i olika länder 2010	8
Diagram 4 Valutaskuldens andel och intervall	20
Diagram 5 Andelen realskuld och långsiktig målandel	21

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 2011/12:104**
Riksdagen lägger skrivelse 2011/12:104 till handlingarna.

Stockholm den 7 juni 2012

På finansutskottets vägnar

Anna Kinberg Batra

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Anna Kinberg Batra (M), Fredrik Olovsson (S), Pia Nilsson (S), Göran Pettersson (M), Jörgen Hellman (S), Ann-Charlotte Hammar Johnsson (M), Carl B Hamilton (FP), Per Åsling (C), Marie Nordén (S), Staffan Anger (M), Per Bolund (MP), Anders Sellström (KD), Erik Almqvist (SD), Ulla Andersson (V), Jörgen Andersson (M), Sven-Erik Bucht (S) och Maria Stenberg (S).

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 även skulle innehålla en extern utvärdering.

Årets skrivelse (2011/12:104) är den tredje enligt det nya mönstret. Förutom en beskrivning och bedömning av utvecklingen 2007–2011 innehåller skrivelsen en extern utvärdering bl.a. av utformningen och tillämpningen av statsskuldshöjningens riktlinjer och Riksgäldskontorets positionstagande. Rapporten är, liksom den förra externa utvärderingen, skriven av Jörgen Appelgren, tidigare bl.a. chefsekonom på Nordea.

Det övergripande målet för statsskuldshöjningen 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 görs regeringens utvärderingar i ett rullande femårsintervall.

Det finns en fastställd och årligt återkommande process för beslut om statens statsskuldshöjning, som anges i 5 kap. budgetlagen (2011:203). Processen sammanfattas i punkterna nedan.

- Senast den 1 oktober lämnar Riksgäldskontoret förslag till riktlinjer för nästa års statsskuldshöjning till regeringen. Förslaget remitteras till Riksbanken för yttrande.
- Senast den 15 november beslutar regeringen om nästa års riktlinjer.
- Riksgäldskontoret följer regeringens riktlinjer under verksamhetsåret.
- Senast den 22 februari lämnar Riksgäldskontoret en redovisning till regeringen över det senaste verksamhetsåret.
- 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 Riksgäldskontoret.

Lånebehovets och statsskuldens utveckling under perioden 2007–2011

Förutsättningarna för statsskuldshöjningen har varierat kraftigt under utvärderingsperioden. Statens lånebehov har gått från plus till minus och till plus igen. Både de korta och långa räntorna har fallit och värdet på den svenska kronan har försvagats och sedan förstärkts på nytt.

Efter ett överskott i statsbudgeten på mer än 100 miljarder kronor både 2007 och 2008 ökade statens lånebehov till 176 miljarder kronor under 2009 till följd av finanskrisen och den kraftiga konjunkturedgången i finanskrisens spår. Drygt halva det beloppet förklarades emellertid av en vidareutlåning till Riksbanken, på grund av den förstärkning av den svenska valutareserven som Riksbanken beslutade om våren 2009 och som Riksgäldskontoret lånade upp för Riksbankens räkning.

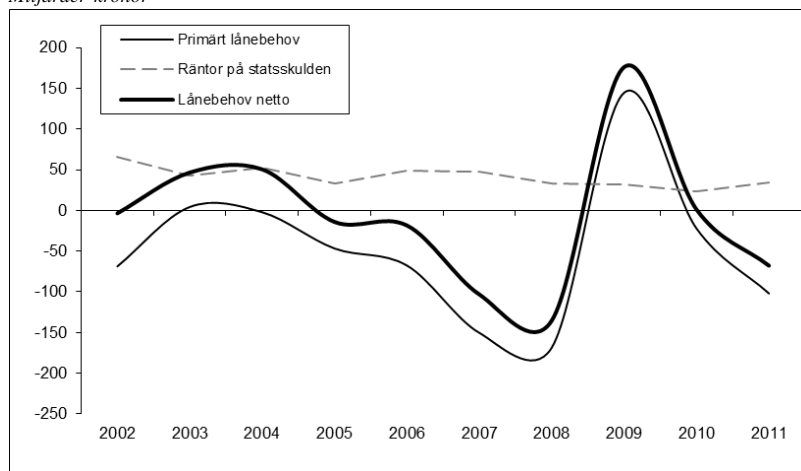
I takt med den svenska ekonomins starka återhämtning under 2010 och större delen av 2011 förbättrades statsfinanserna till en budget i balans under 2010 och ett överskott på närmare 70 miljarder kronor 2011.

Som framgår av diagram 1 har ränteutgifterna på statsskulden minskat från drygt 47 miljarder kronor 2007 till drygt 34 miljarder kronor 2011. Under 2011 steg ränteutgifterna jämfört med 2010, bl.a. på grund av valutakursförlusterna och en förändrad plan för upplåning. Nedgången under utvärderingsperioden förklaras framför allt av sjunkande marknadsräntor och minskad statsskuld. Den genomsnittliga räntan på den utestående skulden i nominella obligationer sjönk från 4,5 procent 2007 till 3,8 procent 2011. Räntan på den utestående skulden i statsskuldväxlar sjönk under samma period med drygt 2,5 procentenheter.

Om man i stället tittar på räntekostnaderna, dvs. ränteutgifterna justerade för upplåningstekniska effekter, sjönk de med nästan 20 miljarder kronor under utvärderingsperioden.

Diagram 1 Statens lånebehov och räntor på statsskulden

Miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret, Finansdepartementet.

Sett i ett lite längre perspektiv har räntekostnaderna för statsskulden minskat med 37 miljarder kronor under de senaste tio åren, från 63 miljarder kronor 2002 till 26 miljarder kronor 2011. Räknat som andel av BNP är

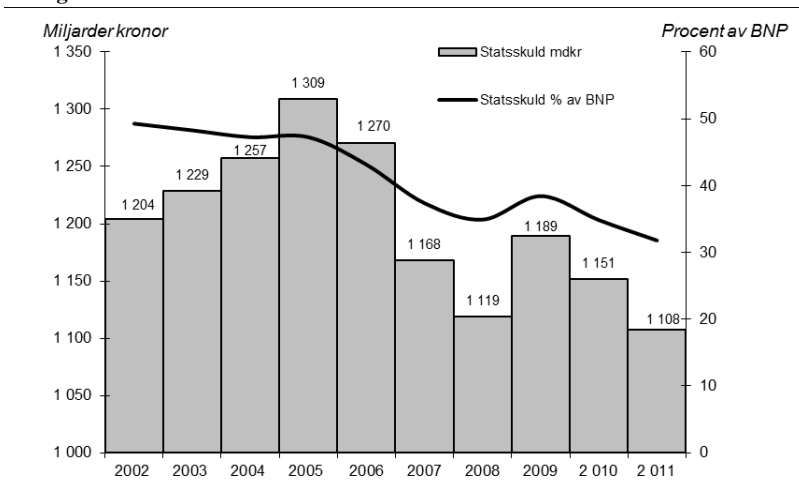
det en minskning från 2,6 procent av BNP till 0,8 procent av BNP. Detta innebär att statsskuldens betydelse för statsfinanserna har minskat, sett ur både ett tioårs- och ett femårsperspektiv.

Som framgår av diagram 2 uppgick Sveriges statsskuld (med statsskuld menas här den okonsoliderade statsskulden eftersom det är den Riksgäldskontoret förvaltar) i slutet av 2011 till 1 108 miljarder kronor. Det är en minskning med 60 miljarder kronor sedan 2007. Överskott i statsbudgeten svarade för knappt hälften av förbättringen, medan olika skulddispositioner, som t.ex. realiserade valutakursförändringar och placeringsförändringar, svarade för resten.

Räknat i procent av BNP innebär det en nedgång från 38 procent av BNP till 32 procent av BNP. Som jämförelse kan nämnas att när statsskulden var som högst 1994 uppgick den till 78 procent av BNP.

För att bl.a. sprida riskerna sker statens upplåning och förvaltningen av statsskulden i följande tre skuldslag: 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 finansieringen kompletteras med reala lån och utlandslån minskar statens beroende av bl.a. den svenska nominella räntans utveckling.

Diagram 2 Statsskulden



Källa: Riksgäldskontoret.

Andelen nominella lån i svenska kronor uppgick i slutet av 2011 till knappt 58 procent av den totala skulden. Merparten av denna upplåning sker genom upplåning i statsobligationer (ca 25 procent av statsskulden) och statsskuldväxlar (ca 19 procent av statsskulden). I pengar räknat uppgick den nominella upplåningen i svenska kronor till 648 miljarder kronor 2011, vilket är drygt 70 miljarder kronor lägre än under 2007.

I den nominella upplåningen ingår även den s.k. privatmarknadsupplåningen, dvs. premieobligationer och Riksgäldsspar. Denna upplåning uppgick till 58 miljarder kronor 2011, vilket är en nedgång med 5 miljarder kronor jämfört med 2007.

Valutaskulden, dvs. lånen i utländsk valuta, uppgick i slutet av 2011 till 244 miljarder kronor, vilket motsvarar 22 procent av statsskulden. Upplåningen i utländsk valuta ökade kraftigt under 2009 till följd av förstärkningen av valutareserven, men sjönk relativt mycket under både 2010 och 2011 och låg i slutet av 2011 endast drygt 10 miljarder kronor över nivån 2007. Den svenska statsskulden i utländsk valuta var som störst i slutet av 2001 då den uppgick till 407 miljarder kronor eller 34 procent av statsskulden.

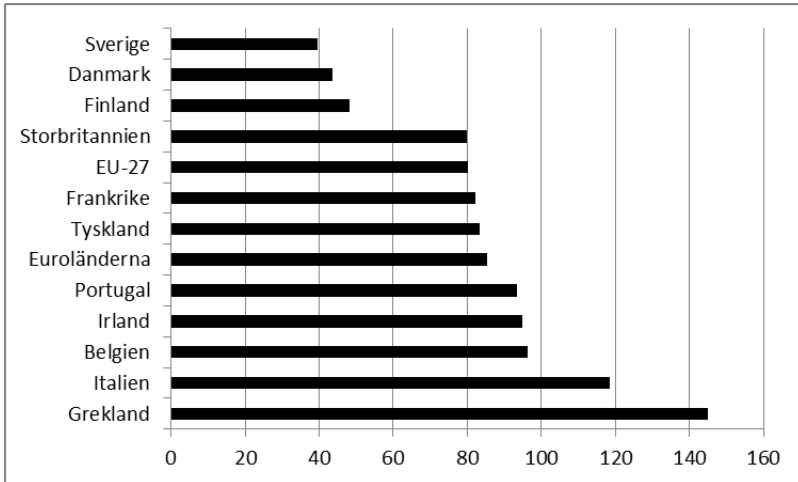
Tabell 1 Statsskulden fördelad på olika låneinstrument under utvärderingsperioden

Miljarder kronor

	2007	2008	2009	2010	2011	2011 <i>procent</i>
Statsobligationer	287	281	256	301	279	25
Statsskuldväxlar	283	273	236	211	210	19
Premieobligationer	38	37	37	35	34	3
Riksgäldsspar, nominellt	25	44	33	27	24	2
Likviditetshanteringsinstrument	69	50	108	45	67	6
Valutaterminer m.m.	17	2	-9	52	35	3
Nom. lån i svenska kronor	718	687	661	670	648	58
Realobligationer	216	206	199	211	215	19
Riksgäldsspar, realt	1	1	1	1	1	0
Reala lån i svenska kronor	217	207	200	212	216	19
Lån utländsk valuta	233	225	328	270	244	22
Okonsoliderad statsskuld	1 168	1 119	1 189	1 151	1 108	100

Källa: Riksgäldskontoret.

För att diversifiera statsupplåningen började Riksgälden vid mitten av 1990-talet att ge ut reala lån. I slutet av 2011 uppgick den reala skulden till 216 miljarder kronor, vilket var ungefär samma nivå som i början av utvärderingsperioden. Som andel av BNP uppgick den reala skulden till 19 procent i slutet av 2011.

Diagram 3 Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld i olika länder 2010*Procent av BNP*

Källa: Finansdepartementet.

I diagram 3 jämförs de konsoliderade offentliga bruttoskulden (den s.k. Maastrichtskulden) i olika länder i EU i slutet av 2010. Till skillnad från det okonsoliderade måttet på statsskulden som används i redovisningen ovan inkluderar den konsoliderade statsskulden även den kommunala sektorns skulder på kapitalmarknaden. Regeringen använder det konsoliderade statsskuldmåttet i t.ex. budgetpropositionen.

Diagrammet visar att Sverige, med en konsoliderad skuld på strax under 40 procent av BNP, låg väl till i jämförelsen. Genomsnittet för EU-27 och euroområdet var vid samma tidpunkt drygt 80 procent av BNP respektive drygt 85 procent av BNP. De ekonomiska problemen i Grekland hade redan 2010 resulterat i en statsskuld på över 140 procent av BNP.

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 verkar ha varit väl avvägda. Statens upplåning och förvaltningen av statsskulden har under utvärderingsperioden fungerat väl trots den oroliga internationella omgivningen.

Skrivelsen

Allmänt

Under den aktuella utvärderingsperioden fattade regeringen fem ordinarie riktlinjebeslut. Dessutom tog regeringen vid fyra tillfällen beslut om ändring av enskilda styrvariabler eller målvärden. Tre av dessa ändringsbeslut fattades i spåret av den akuta finanskrisen hösten 2008 – beslutet hösten 2008 om extra emissioner av statsskuldväxlar, beslutet våren 2009 om att ta bort löptidsriktmärket för den nominella kronskulden (för att möjliggöra Riksgäldskontorets emission av en 30-årig obligation) och beslutet våren 2009 om att öka mandatet för positioner i kronans växelkurs.

På Finansdepartementets uppdrag har Nordeas f.d. chefsekonom Jörgen Appelgren (nedan kallad utredaren) granskat om regeringens riktlinjer för skuldförvaltningen under perioden 2007–2011 varit i linje med det statsskuldspolitiska målet. Han har också granskat Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna under samma period. Han har vidare analyserat kontorets positionstagande och statsskuldens robusthet mot bakgrund av förändringarna i omvärlden och att skulden väntas minska. I uppdraget ingick också att utvärdera anslaget 1:3 inom utgiftsområde 26 Riksgäldskontorets provisionskostnader.

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

Utredarens allmänna synpunkter

Utredaren konstaterar att de svenska upplåningskostnaderna har utvecklats gynnsamt under de senaste åren. Det beror, enligt utredaren, mer på utformningen av den ekonomiska politiken sedan slutet av 1990-talet än på hur

statsskuld förvaltningen skötts under perioden. Allmänt menar dock utredaren att Riksgäldskontoret uppfyller målet om en kostnadseffektiv skuldförvaltning, även om det är svårt att bevisa på ett konkret sätt.

Statsskuldens sammansättning

Regeringens riktlinjer under perioden 2007–2011

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 en restpost efter det att man bestämt sig för hur stor andel av skulden man vill ha i utländsk valuta och reala lån.

Tabell 2 Regeringens riktlinjer för statsskuldens sammansättning

	2007	2008	2009	2010	2011
Målandel valutaskuld	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
Målandel realskuld	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %
Residual nominell skuld	60 %	60 %	60 %	60 %	60 %

Källa: Finansdepartementet.

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

För att styra valutaskulden ned mot målet 15 procent har Riksgäldskontoret under flera år fått i uppdrag att amortera skulden. Under 2007 och 2008 var riktvärdet för amortering 40 miljarder kronor per år (med möjlighet att avvika från riktvärdet med 15 miljarder kronor).

Under sommaren 2008 närmade sig valutaskulden målet om 15 procent. Den omedelbara orsaken var att staten fick 50 miljarder kronor i utländsk valuta vid försäljningen av Vin & Sprit AB. Regeringen beslutade då att ersätta amorteringsriktvärdet med ett styrintervall på ± 2 procentenheter kring målet.

Utredarens synpunkter

Som ett resultat av utredarens tidigare utvärdering under 2009/10 håller Riksgäldskontoret på att analysera hur skuldandelar och löptider i statsskulden bör se ut vid en betydligt större eller mindre statsskuld. En första bedömning ska lämnas till regeringen i förslaget till riktlinjer för 2012, och en slutrapport ska lämnas i förslaget till riktlinjer för 2013.

Utredaren anser att regeringen, efter det att Riksgäldskontoret lämnat sin slutrapport, bör besluta om hur de framtida skuldandelarna ska vara utformade i en situation 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.

Utredaren anser också att Riksgäldskontorets förslag om en överupplåning för att upprätthålla en likvid nominell statsobligationsmarknad är för tidigt väckt. Det finns utrymme att minska andra upplåningskanaler. Innan frågan om överupplåning prövas bör man föra den upplåning som i dag sker hos andra statliga aktörer till Riksgäldskontoret.

Regeringens kommentar

Regeringen delar utredarens syn på överupplåning. Beräkningar tyder på att marknaden för nominella statsobligationer kan värnas de närmaste åren, även om överskottsmålet i statsbudgeten hålls och statsskulden minskar. Regeringen kommer att ta ställning till Riksgäldskontorets förslag till skuldandelar och löptider när förslaget lämnas i samband med riktlinjerna för 2013. Regeringen anger också att den tänker tillsätta en utredning om statspappersmarknadens funktion och betydelse för den finansiella stabiliteten i den svenska ekonomin. Utredningen ska även belysa behovet av en riskfri s.k. riktmarkesobligation och en reglering av Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning.

Statsskuldens löptid

Regeringens riktlinjer under perioden 2007–2011

Avvägningen mellan kostnad och risk i förvaltningen av statsskulden styrs till stor del av löptiden på skulden. I takt med att statsfinanserna blev starkare och statsskulden minskade under 2000-talet förkortades medvetet löptiden i statsskulden för att minska räntekostnaderna (kort upplåning är ofta billigare men risken är större). Detta mönster bröts i samband med finanskrisen 2008. Under våren 2009 förlängdes löptiden ganska markant genom att Riksgäldskontoret gav ut ett 30-årigt obligationslån.

Tabell 3 Regeringens riktlinjer för statsskuldens löptid

	2007	2008	2009	2010	2011
Valutaskuld			0,125 år	0,125 år	0,125 år
Real kronskuld			10,1 år	9,4 år	8–10 år
Nominell skuld			3,5 år		
Instrument upp till 12 år				3,2 år	3,1 år
Instrument över 12 år max belopp				60 mdr kr	65 mdr kr
Totalt	4,7	4,8	(5,4)	(5,1)	(4,9)

Källa: Finansdepartementet och Riksgäldskontoret.

Riktlinjer för löptiden har förändrats en hel del under utvärderingsperioden. Förändringarna sammanfattas i punkterna nedan.

- Före 2007 beslutade regeringen om riktlinjer för löptiden för enbart den nominella skulden och valutaskulden tillsammans. I riktlinjebeslutet för 2007 bestämdes om riktlinjer för hela skulden till 4,7 år (från beräknade 5 år året innan). För 2008 fastställdes det samlade riktmärket till 4,8 år.
- I riktlinjebeslutet för 2009 gick regeringen över till att styra löptiden för de enskilda skuldslagen. Inför beslutet ville Riksgäldskontoret att löptiden för den nominella skulden skulle sänkas till 3,2 år. Regeringen beslutade dock att behålla 3,5 år med hänvisning till att såväl konjunktorens som statsfinansernas utveckling var osäker och att man borde avvakta tills marknaderna stabiliserat sig innan man tog beslut om att ändra löptiden.
- Som tidigare redovisats beslutade regeringen i mars 2009 att ta bort löptidsriktmärket för den nominella skulden. Anledningen var att Riksgäldskontoret (på kontorets begäran) skulle få möjlighet att utnyttja de låga obligationsräntorna och emittera ett 30-årigt lån. I slutet av mars 2009 lånade Riksgäldskontoret upp 38 miljarder kronor i ett obligationslån till en ränta på 3,75 procent. Till följd av lånet steg löptiden på den nominella skulden från 3,5 år till 5,5 år.
- Till följd av det 30-åriga lånet beslutade regeringen i riktlinjerna för 2010 att dela upp styrningen av löptiden i den nominella skulden. Den nya styrningen innebar att låneinstrument med en löptid upp till 12 år skulle styras mot en genomsnittlig löptid på 3,2 år. Instrument med en löptid på över 12 år skulle begränsas av ett tak på den emitterade volymen på 60 miljarder kronor. Samtidigt sänktes löptiden i den reala skulden till 9,4 år av rent tekniska skäl.
- I riktlinjebeslutet för 2011 sänktes löptiden för instrument med en löptid på upp till 12 år till 3,1 år. Taket för instrumenten över 12 år höjdes till 65 miljarder kronor. Styrningen av den reala skulden gjordes mer flexibel genom att det fasta löptidsvärdet ersattes av ett intervall på 8–10 år.

Styrningen av löptiden för valutaskulden har varit oförändrad på 0,125 år under hela utvärderingsperioden.

Utredarens synpunkter

Utredaren konstaterar att en minskad statsskuld i princip ger ett ökat utrymme för risktagande i statsskuldsförvaltningen. Detta talar enligt utredaren för att man skulle kunna ha en kortare löptid i statsskulden, eftersom kort upplåning är billigare än lång upplåning. Granskaren konstaterar dock samtidigt att utvecklingen i t.ex. euroområdet visat att refinansieringsrisken i statsskulden, dvs. risken för att det kan bli svårt eller kostsamt att ersätta förfallande lån med nya, varit större än vad många räknade med för bara några år sedan. Det kan i sin tur tala för en förlängning av löptiden i statsskulden.

Enligt utredare är dock den bästa försäkringen mot refinansieringsproblem att statsfinanserna är goda och hållbara. Att förlänga löptiden för att minska refinansieringsrisken kan, enligt utredaren, ses som en andra försvarslinje för att täcka upp för en misslyckad ekonomisk politik. Riksgäldens strategi att emittera statsobligationer löpande, med auktioner varje vecka, bidrar till att sänka refinansieringsrisken, enligt utredaren.

En annan sida av problemen i bl.a. euroområdet är att intresset för svenska obligationer ökat, med lägre upplåningskostnader som följd. Utredaren bedömer dock att det starka intresset för svenska obligationer kommer att avta när det ekonomiska läget i omvärlden normaliserats.

Utredaren har försökt att uppskatta den framtida efterfrågan på svenska statsobligationer med utgångspunkt i t.ex. de kommande stora regelförändringarna på finansmarknaden.

Sammanfattningsvis menar utredaren att efterfrågan på svenska statsobligationer kommer att fortsätta att vara god på grund av att skuldskrisen kommer att vara relativt utdragen och att Sverige har goda statsfinanser. Regelförändringarna i form av t.ex. höjda likviditetskrav på bankerna (de s.k. LCR-kraven) och Solvens II (regelverket på försäkringsområdet) ligger en bit in i framtiden och kan innebära en ökning av efterfrågan på statsobligationer. Utfallet beror dock på hur reglerna till sist utformas. Utifrån den information som finns i dag blir emellertid effekten relativt måttlig, enligt utredaren.

Riksgäldskontorets positionstagande

Regeringens riktlinjer under perioden 2007–2011

För att sänka statens kostnader för statsskulden har Riksgäldskontoret möjlighet att genom aktiv förvaltning ta positioner i räntor och valutor. Positioner får dock inte tas på den svenska räntemarknaden. Hur stora risker Riksgäldskontoret får ta styrs av regeringens riktlinjer. Under åren 2007–

2010 uppgick gränsen i riktlinjerna till 600 miljoner kronor mätt som daglig s.k. Value-at-Risk (VaR). I riktlinjerna för 2011 sänktes gränsen till 450 miljoner kronor.

Inom det utrymmet ska Riksgäldskontorets styrelse ta beslut om interna riktlinjer för den aktiva förvaltningen.

Styrelsen kan också fatta beslut om strategiska valutapositioner. Fram till augusti 2008 kunde kontoret 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 2009 inkluderades ett belopp motsvarande avvikelseintervallet på 15 miljarder kronor i det tidigare positionsutrymmet om 600 miljoner kronor.

I maj 2009 höjde regeringen Riksgäldskontorets mandat för strategiska positioner i kronor från 15 miljarder kronor till 50 miljarder kronor. Anledningen var att man ville utnyttja den lågt värderade kronan för att sänka upplåningskostnaderna. Såväl Riksgäldskontoret som regeringen bedömde att kronan återigen skulle stärkas när den finansiella oron ebbat ut. Under första kvartalet tog Riksgäldskontoret 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.

Det s.k. kronmandatet låg kvar på 50 miljarder kronor under både 2010 och 2011 (under 2012 sänktes mandatet till de ursprungliga 15 miljarder kronorna).

Utredarens synpunkter

Utredaren konstaterar att det samlade resultatet av Riksgäldskontorets positionstagande sedan 1992 uppgår till 29 miljarder kronor, vilket motsvarar ett genomsnitt på 1,5 miljarder kronor per år. Resultatet sedan 2000 beror dock till allra största delen på fem strategiska positioner som varit lyckosamma. Det finns två huvudargument för aktiv förvaltning. Det första är att man vill parera större valutarörelser för att hålla nere kostnaden för valutaskulden. Det andra är att man vill behålla och utveckla kompetensen hos Riksgäldskontorets medarbetare.

Utredarens slutsats är att så länge vi har en skuld i utländsk valuta kommer aktiv förvaltning att vara en integrerad del av skuldförvaltningen. Det gäller dock enbart för de valutor och ränterörelser som har en direkt eller potentiell koppling till upplåningen i utländsk valuta.

Regeringen bör därför, enligt utredaren, 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 större förändring av Riksgäldskontorets handlingsutrymme. Däremot skulle en begränsning motverka en ökning av positionstagandet.

Allt fler länder utvecklar sina finansmarknader och uppfyller därmed Riksgäldskontorets finans- och riskpolicy. En begränsning skulle markera Riksgäldskontorets rätt att ta positioner som hänger samman med statskulden och dess utveckling, men samtidigt markera att det inte är en fri rätt att spekulera i vilka räntor och valutor som helst.

Om regeringen väljer att ge Riksgäldskontoret ett relativt begränsat mandat bör, enligt utredaren, Finansdepartementet och Riksgäldskontoret utveckla en samarbetsform som säkerställer att kontoret snabbt kan ansöka om ett utökad riskmandat. Riksgälden måste snabbt kunna utnyttja de gynnsamma marknadsförhållanden som uppstår.

Regeringens kommentar

Regeringen delar utredarens syn på positionstagande. Regeringen anser att möjligheten att positioner som inte är direkt kopplade till valutaskulden bör tas bort i enlighet med utredarens förslag. Regeringen kommer därför att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att lämna förslag om hur detta ska gå till. Förslaget ska lämnas till regeringen hösten 2012 i samband med att kontoret lämnar förslag till riktlinjer för 2013.

När det gäller samarbetsformer för att eventuellt utöka riskmandatet anser regeringen att den nuvarande ordningen bör fortsätta under 2012. Skulle Riksgäldskontoret vilja utöka mandatet bör det på ett tidigt stadium kontakta Finansdepartementet så att en beredning av frågan kan påbörjas innan kontoret lämnar en formell framställan. Regeringen kommer att överväga positionsmandaten på nytt i riktlinjerna för 2013.

Marknads- och skuldvard

Regeringens riktlinjer under perioden 2007–2011

Sedan 2006 finns ett särskilt mål för marknads- och skuldvard i riktlinjerna. Sedan 2009 uttrycks målet på följande sätt: ”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

Regeringens riktlinjer under perioden 2007–2011

Riksgäldskontoret har sedan finanskrisen hösten 2008 rätt att låna för att tillgodose behovet av statslån med olika löptider. Volymen av lån för detta ändamål får enligt riktlinjerna maximalt uppgå till 200 miljarder kronor. Maxgränsen har varit oförändrad sedan 2008.

Upplåning på privatmarknaden

Regeringens riktlinjer under perioden 2007–2011

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

Kostnadsjämförelser

Utredarens synpunkter

Regeringen och Riksgäldskontoret bör enligt utredaren se över hur man bör göra jämförelser mellan olika låneformer. Utredaren föreslår att man skapar en s.k. riktmärkesportfölj som man kan använda när man jämför upplåningskostnaderna för olika låneformer.

Regeringens kommentar

Regeringen anser att det är viktigt att jämförelserna mellan olika skuldslag görs på ett rättvist sätt eftersom en sådan analys är grunden för framtida beslut om skuldandelar och löptider i statsskulden. De mått som i dag används för jämförelser är schablonmässiga och bör därför tolkas därefter. Mer komplicerade mått, som utredaren förespråkar, skulle enligt regeringen också vara schablonmässiga men på ett mer svårbedömt sätt. De skulle därmed inte ge ett bättre underlag för utvärdering och beslut om statsskuldshöjningen.

Regeringen påpekar dock att det ingår i Riksgäldskontorets uppdrag att löpande utveckla metoderna för styrning och utvärdering av statsskuldshöjningen.

Riksgäldskontorets provisionskostnader

Utredarens synpunkter

Utredaren redovisar hur provisionskostnadsanslaget använts de senaste fem åren (anslaget 1:3 utg.omr. 26). Utredaren anser att provisionskostnader och räntekostnader ska ses i ett sammanhang. Det kan vara kontraproduktivt att försöka minimera provisionskostnaderna eftersom det kan medföra att Riksgäldskontoret tvingas välja upplåningsinstrument eller upplåningsmetod som är mindre kostnadseffektiva.

Regeringens kommentar

Regeringen delar utredarens syn. Provisionskostnader och räntekostnader ska ses i ett sammanhang. Anslaget bör vara flexibelt och inte minimeras. Anslaget ska användas för att nå målet att minimera kostnaden för statskulden med beaktande av risk. Den nuvarande ordningen tjänar det syftet väl.

Finansutskottets ställningstagande

Utskottet börjar med att konstatera att förutsättningarna för statsskuldsvältningen varierat kraftigt under utvärderingsperioden. Statens finanser gick från ett överskott i början av perioden till ett underskott under finanskrisåren och till ett överskott igen under 2011. Både de korta och långa räntorna föll under perioden samtidigt som den svenska kronan först försvagades kraftigt i samband med finanskrisen för att sedan förstärkas under framför allt den senare delen av 2009 och under 2010.

Utskottets allmänna intryck är att den statliga upplåningen och förvaltningen av statsskulden fungerat väl trots den oroliga ekonomiska omgivningen. Statsskulden har under utvärderingsperioden minskat med 60 miljarder kronor, vilket innebär att skulden som andel av BNP sjunkit från 43 procent av BNP till 32 procent av BNP (mätt i okonsoliderade termer). Ränteutgifterna på skulden har under samma period sjunkit från drygt 47 miljarder kronor under 2007 till knappt 35 miljarder kronor under 2011.

Utskottets bedömning är att regeringens riktlinjer för statsskuldsvältningen har legat i linje med målet för statsskuldsvältningen under utvärderingsperioden, dvs. att riktlinjerna har bidragit till en låg upplåningskostnad samtidigt som riskerna varit väl avvägda.

Nedan kommenterar utskottet några av regeringens riktlinjer.

Statsskuldens sammansättning

Sedan 2001, då den statliga valutaskulden var som högst, har regeringen strävat efter att minska valutaskuldens andel av statsskulden, bl.a. genom amortering. Som utskottet tidigare påpekat har detta varit en rimlig utveckling, både av risk- och kostnadsskal. Den tidigare höga ränteskillnaden mellan Sverige och omvärlden har helt raderats ut under de senaste tio åren, vilket har minskat de kostnadsmässiga skälen till att hålla en hög andel valutaupplåning. Finanskrisen har också visat att det finns betydande risker med en hög valutaupplåning.

Sedan 2007 anger regeringens riktlinjer att statsskulden ska bestå av 15 procent valutaupplåning, 25 procent real upplåning och 60 procent nominell upplåning (obligationer och statsskuldväxlar i kronor).

I samband med den förra utvärderingen av statsskuldsvältningen 2009/10 rekommenderade den externa utredaren att man på nytt borde utreda statsskuldens sammansättning. Med anledning av rekommendationen gav regeringen Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera hur skuldan-

delarna i statsskulden borde se ut vid en betydligt större eller en betydligt mindre statsskuld. Riksgäldskontoret ska lämna en slutrapport till regeringen hösten 2012 i samband med att förslaget till riktlinjer för statsskuld-förvaltningen 2013 lämnas.

I årets utvärdering upprepar den externa utredaren sin rekommendation. Han anser att regeringen, efter att Riksgäldskontoret lämnat sin slutrapport, bör besluta om en ny utformning av de framtida skuldandelarna. Med en sjunkande statsskuld bör riktlinjerna utformas på ett annat sätt än med fasta skuldandelar, anser utredaren.

Utskottets uppfattning är, liksom tidigare, att det kan vara rimligt att se över sammansättningen av statsskulden. Den sjunkande statsskulden innebär enligt utskottets mening att det kan finnas anledning att se över systemet med fasta skuldandelar. Utskottet noterar att regeringen anger i skrivelsen att den kommer att ta ställning till Riksgäldskontorets förslag i samband med beredningen av riktlinjerna för 2013. Utskottet noterar också att regeringen tänker tillsätta en utredning om statspappersmarknadens funktion och betydelse för den finansiella stabiliteten i den svenska ekonomin.

Utskottet instämmer dock med både utredarens och regeringens bedömning att Riksgäldskontorets förslag (förslag som Riksgäldskontoret lämnade till regeringen under 2011) om att den svenska staten borde låna mer än den behöver för att värna storleken och likviditeten i den inhemska nominella statsobligationsmarknaden är för tidigt väckt. Beräkningar tyder på att marknaden kan upprätthållas på ett tillfredsställande sätt under de närmaste åren.

Riksgäldens positionstagande

För att sänka statens kostnader för statsskulden kan Riksgäldskontoret ta positioner i räntor och valutor, dock inte på den inhemska svenska räntemarknaden. Under utvärderingsperioden gav kontorets positioner ett resultat på 10,8 miljarder kronor, vilket innebär ett resultat på i genomsnitt 2,2 miljarder per år. Hur stora risker Riksgäldskontoret får ta styrs av regeringens riktlinjer. Under utvärderingsperioden (under åren 2009–2011) fick kontoret ett kraftigt utvidgat mandat för att ta positioner för en förstärkning av kronan.

Utskottet konstaterar att den kronposition som Riksgäldskontoret tog under 2009 var mycket framgångsrik. Positionen avvecklades under 2011 och gav ett sammanlagt resultat på 8,1 miljarder kronor.

Den externa utredaren anser att positionstagande och aktiv förvaltning kommer att vara en viktig del i skuldförvaltningen så länge staten har en skuld i utländsk valuta. Han menar dock att regeringen tydligare borde reglera förvaltningen i den meningen att den aktiva förvaltningen bör begränsas till de marknader som har direkt eller potentiell koppling till statens valutaupplåning. I dagsläget skulle en sådan begränsning sannolikt

inte innebära någon större förändring av Riksgäldskontorets handlingsutrymme. Däremot skulle den motverka en ökning av positionstagandet, enligt utredaren.

Enligt utskottets uppfattning är det viktigt att olika mandat och riktlinjer tydligt fastställs och regleras. Utskottet anser därför att det kan vara rimligt att tydligt koppla positionstagandet till statens valutaupplåning.

Utskottet noterar att regeringen delar utredarens syn på positionstagandet i sin skrivelse och att den därför kommer att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att lämna förslag om hur begränsningen av positionstagandet ska gå till. Förslaget ska även i detta fall lämnas till regeringen hösten 2012.

Riksgäldskontorets provisionskostnader

Utskottet bereder anslaget 1:3 Riksgäldskontorets provisionskostnader i samband med beredningen av utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m.

Utskottet har vid flera tillfällen uttryckt sitt missnöje med informationen om anslaget, senast i samband med utskottets behandling av budgeten för 2012 och utgiftsområdet 26 (bet. 2011/12:FiU4). Det har bl.a. handlat om att utskottet saknat en redogörelse av motiven till varför regeringen begärt en viss nivå på anslaget.

I budgetpropositionen för 2012 angav regeringen att anslaget skulle utvärderas i skrivelsen om statens upplåning och skuldförvaltning för 2007–2011.

Som framgår av redovisningen ovan är utredarens huvudslutsats i utvärderingen att provisionskostnader och räntekostnader ska ses i ett sammanhang. Det kan vara kontraproduktivt att försöka minimera provisionskostnaderna eftersom det kan medföra att Riksgäldskontoret tvingas välja upplåningsinstrument eller upplåningsmetoder som är mindre kostnadseffektiva, enligt utredaren. Som också framgår av redovisningen ovan delar regeringen utredarens uppfattning.

Utredaren konstaterar vidare att det är mycket svårt att i förväg bestämma storleken på provisionerna. Utredaren anser dock att det är möjligt att göra en rimlig uppskattning av provisionerna, utifrån en preliminär plan över lånebehovet.

Utskottet välkomnar utvärderingen av anslaget men väljer att mer genomgående behandla frågan i samband med behandlingen av budgetpropositionen för 2013.

Utvärdering av Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut

Utskottets förslag i korthet

Riksdagen godkänner vad utskottet anför om Riksgäldskontorets verksamhet under utvärderingsperioden. Helhetsintrycket av verksamheten är mycket gott. Verksamheten har följt regeringens riktlinjer och det statsskuldspolitiska målet. De delar av förvaltningen som går att mäta kvantitativt visar positiva resultat.

Skrivelsen

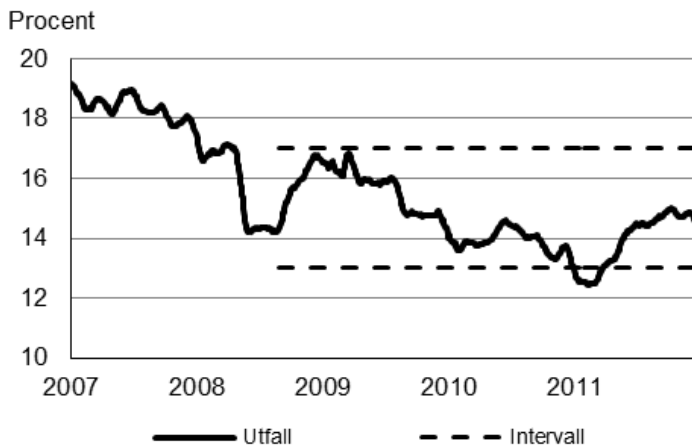
Regeringen anser att Riksgäldskontorets strategiska och operativa beslut under åren 2007–2011 fattats i enlighet med regeringens riktlinjer och det övergripande målet för statsskuldspolitiken.

Nedan redovisas regeringens bedömning inom olika områden.

Valutaskulden

Upplåningen och förvaltningen i utländsk valuta har skett i enlighet med regeringens riktlinjer. Riksgäldskontoret ska styra valutaskuldens andel inom ett intervall på ± 2 procentenheter i förhållande till målandelen på 15 procent.

Diagram 4 Valutaskuldens andel och intervall



Källa: Finansdepartementet.

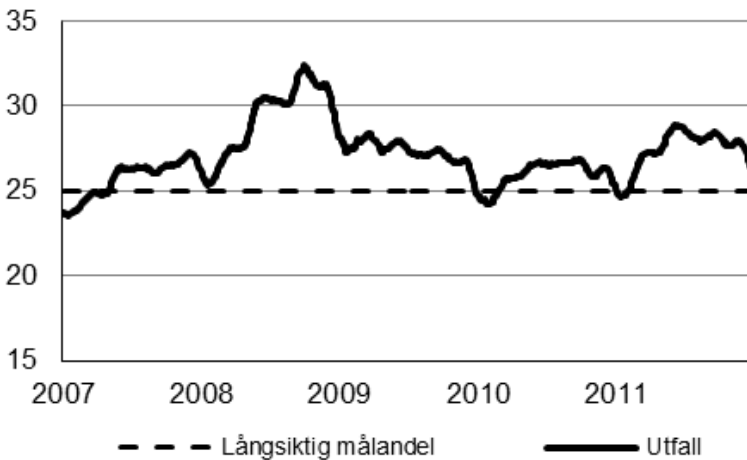
Som framgår av diagram 4 har valutaskulden hållits inom intervallet sedan andelsstyrningen infördes i augusti 2008, bortsett från det första kvartalet 2011 då andelen låg under intervallet bl.a. på grund av den kraftiga förstärkningen av kronan hösten 2010. Valutaskulden uppgick till i genom-

snitt 14 procent under åren 2010–2011. Upplåningen i utländsk valuta har varit kostnadseffektiv. Intresset för lån från Riksgäldskontoret har varit stort och upplåningen i både dollar och euro har skett till rekordlåga nivåer. Obligationsupplåning i utländsk valuta har de senaste två åren nästan uteslutande handlat om en refinansiering av vidareutlåningen till Riksbanken. Statens egna behov har i huvudsak täcks på den s.k. swappmarknaden. Finansieringen via swappmarknaden har varit mycket fördelaktig.

Realskulden

Riksgäldskontorets reala upplåning i svenska kronor har varit förenlig med riktlinjerna, enligt regeringen.

Diagram 5 Andelen realskuld och långsiktig målandel
Procent



Källa: Finansdepartementet.

Enligt riktlinjerna ska den reala målandelen långsiktigt styras mot 25 procent av statsskulden. Som framgår av diagram 5 har den reala andelen under utvärderingsperioden pendlat mellan som lägst 24 procent och som högst 32 procent. Enligt regeringen är det dock svårt att styra den reala skulden eftersom marknaden är relativt utvecklad och de emissioner som görs är små i förhållande till den utestående realobligationsstocken. Andelen styrs främst av hur den totala statsskulden utvecklas och av lån som förfaller till betalning. Av kostnadsskäl är det inte motiverat att köpa tillbaka obligationer för att nå målet. Mot denna bakgrund är de åtgärder Riksgäldskontoret har vidtagit rimliga. Realskuldens andel låg på i genomsnitt 26 procent och 27 procent under 2010 respektive 2011.

Nominell kronskuld

Upplåningen i nominella svenska kronor har varit förenlig med regeringens riktlinjer. Genom att swappa en del av upplåningen från långa bundna räntor till korta rörliga räntor har emissionsvolymerna i statsobligationer kunnat hållas uppe (givet riktmärket för löptiden), trots det minskade lånebehovet under 2010 och 2011.

Löptider

De intervall för avvikelser kring räntebindningstiden för olika skuldslag som Riksgäldskontoret beslutat om under perioden är rimliga, enligt regeringen. Riksgälden har under utvärderingsperioden hållit löptiden inom intervallen.

Positionstagande

Av positionsmandatet på 600 miljoner kronor för 2007–2010 och 450 miljoner kronor för 2011 har 220 miljoner kronor avsatts till den löpande aktiva förvaltningen. Resten har funnits tillgängliga för strategiska positioner.

De strategiska positionerna har under utvärderingsperioden gett ett resultat på 10,5 miljarder kronor. Den position på 50 miljarder kronor som Riksgäldskontoret tog våren 2009 till förmån för en förstärkning av kronan började gradvis avvecklas i september 2010. Avvecklingen avslutades i juni 2011. Totalt gav positionen ett resultat på 8,1 miljarder kronor.

Marknads- och skuldvard

Riksgäldskontorets principer och arbete ger goda förutsättningar för att minska lånekostnaderna för statsskulden. Genom tydlig kommunikation och aktiva åtgärder har Riksgäldskontoret bidragit till en god marknads- och skuldvard.

Lån för att möta behovet av statslån

Riksgälden har inte gjort några extra emissioner av statspapper sedan hösten 2008. Vid det tillfället hölls emissionerna inom de ramar som senare fastställdes i regeringens riktlinjer.

Upplåningen på privatmarknaden

Privatmarknadsupplåningen gav under utvärderingsperioden en samlad kostnadsbesparing på 800 miljoner kronor. Riksgäldskontoret har därmed uppnått målet att privatmarknadsupplåningen ska sänka statens upplåningskostnader.

Finansutskottets ställningstagande

Utskottets intryck av Riksgäldskontorets verksamhet under utvärderingsperioden är mycket gott. Utskottet finner ingen anledning att föra fram någon kritik mot kontoret eller de resultat kontoret uppnått.

Verksamheten verkar ha följt regeringens riktlinjer och statsskuldspolitikens övergripande mål, och de delar av förvaltningen som går att mäta kvantitativt visar positiva resultat. Trots den oroliga omvärlden har förvaltningen och upplåningen fungerat väl och varit kostnadseffektiv, även om det är svårt att konkret bevisa – som den externa utredaren uttrycker det i sin utvärdering.

Utskottet vill till sist ge Riksgäldskontoret ett välförtjänt erkännande för den lyckosamma kronpositionen som man byggde upp under 2009 och som avslutades 2011. Den gav ett tillskott till de svenska skattebetalarna på drygt 8 miljarder kronor.

BILAGA

Förteckning över behandlade förslag

Skrivelsen

Regeringens skrivelse 2011/12:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2007–2011.