

Översyn av statsskuldspolitiken

Betänkande av Statsskultsutredningen

Stockholm 2014



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

SOU 2014:8

SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Fritzes Offentliga Publikationer på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningsavdelning.

Beställningsadress:
Fritzes kundtjänst
106 47 Stockholm
Orderfax: 08-598 191 91
Ordertel: 08-598 191 90
E-post: order.fritzes@nj.se
Internet: www.fritzes.se

Svara på remiss – hur och varför. Statsrådsberedningen (SB PM 2003:2, reviderad 2009-05-02)
– En liten broschyr som underlättar arbetet för den som ska svara på remiss.
Broschyren är gratis och kan laddas ner eller beställas på
<http://www.regeringen.se/remiss>

Textbearbetning och layout har utförts av Regeringskansliet, FA/kommittéservice.

Omslag: Elanders Sverige AB.

Tryckt av Elanders Sverige AB.
Stockholm 2014

ISBN 978-91-38-24075-5
ISSN 0375-250X

Till statsrådet Peter Norman

I februari 2013 bemyndigade regeringen statsrådet Peter Norman att tillsätta en utredning med uppdrag att utreda frågor som rör statsskuldspolitiken och statspappersmarknadens funktion och betydelse för den finansiella stabiliteten (dir. 2013:17). I uppdraget ingick också att se över utformningen av bestämmelserna i 5 kap. budgetlagen, styrprocessen för statsskuldspolitiken samt regleringen av Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning.

Med stöd av bemyndigandet förordnades i mars 2013 verkställande direktören Kerstin Hessius som särskild utredare. Som sakkunniga i utredningen förordnades ämnesrådet Nebil Aho, ekonomie doktorn och verkställande direktören Torbjörn Becker, professorn Peter Englund, kanslirådet Per Franzén, chefsekonomen Lars Hörngren, ekonomen Åsa Pripp, enhetschefen Samira Rosén och filosofie doktorn och rådgivaren Jonas Söderberg. Samira Rosén lämnade uppdraget i september 2013 och ersattes då av t.f. stabschefen Malin Omberg.

Som sekreterare i utredningen anställdes i mars 2013 filosofie doktorn Sara Bergström. I oktober 2013 anställdes även rådmannen Magnus Dahlberg på halvtid fram till årsskiftet.

Utredningen har antagit namnet Statsskuldutredningen.

Utredningen överlämnar härmed betänkandet *Översyn av statsskuldspolitiken* (SOU 2014:8). Uppdraget är därmed slutfört.

Stockholm i februari 2014

Kerstin Hessius

/Sara Bergström
Magnus Dahlberg

Innehåll

Sammanfattning	11
Summary	19
1 Författningsförslag.....	27
1.1 Förslag till lag om ändring i budgetlagen	27
2 Utredningens uppdrag och arbete	31
2.1 Utredningens uppdrag.....	31
2.1.1 Bör det statsskuldspolitiska uppdraget vidgas?	31
2.1.2 Översyn av regelverket för statens upplåning och skuldförvaltning.....	33
2.2 Utredningens avgränsningar	35
2.3 Utredningens arbete	35
2.4 Disposition	35
3 Statens upplåning och skuldförvaltning	39
3.1 En tillbakablick på bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning	39
3.1.1 1988 års lag om statens upplåning och skuldförvaltning.....	39
3.1.2 Rekvisitioner av valutalån för att förstärka valutareserven.....	41
3.1.3 Affärsverkens upplåning regleras i lag.....	42
3.1.4 Förvaltningen av statsskulden.....	43
3.1.5 En breddad och fördjupad utvärdering av statsskuldförvaltningen.....	45

3.1.6	Möjlighet att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån med olika löptider införs	45
3.2	Budgetlagen	46
3.2.1	Förslaget om en reformerad budgetlag.....	46
3.2.2	Budgetlagen	47
3.3	Den svenska statsskulden	48
3.3.1	Statsskuldens sammansättning och löptid.....	48
3.3.2	Statens långivare.....	52
3.3.3	Den offentliga sektorns balansräkning.....	55
4	Statsskulden minskar	57
4.1	Statsskuldens utveckling och kostnad	57
4.1.1	Statsskulden har minskat sedan 1990-talskrisen	57
4.1.2	Regeringens prognos pekar på att statsskulden minskar	60
4.1.3	Räntebetalningarna är rekordlåga	60
4.2	Om överskottsmålet uppfylls kommer statsskulden att minska ytterligare.....	61
4.3	Lånebehovet kan svänga snabbt	63
5	Konsekvenser av en minskande statsskuld.....	67
5.1	Statspapper.....	67
5.2	Statspappersräntan som riskfri jämförelseränta	68
5.3	Likviditet är grundläggande i statspapper.....	69
5.4	Den svenska primär- och sekundärmarknaden i statspapper	70
5.5	Marknadsvårdande aktiviteter	74
5.6	Repomarknaden.....	76
5.7	Nya regleringar på finansmarknaderna ökar efterfrågan på statspapper	77
5.7.1	Nya kapitaltäcknings- och likviditetsregler för kreditinstitut och värdepappersföretag (CRD IV/CRR).....	80

5.7.2	Nya solvensregler för försäkringsföretag (Solvens II)	82
5.7.3	Ökade krav på säkerheter genom EMIR.....	84
5.7.4	ESMA bedömer att efterfrågan på statspapper kommer att öka.....	85
5.8	Statspapper som säkerheter och säker tillgång att fly till i kris	87
5.9	Marknaden hittar alternativ.....	88
5.10	Statens refinansieringsrisk kan öka.....	90
6	Hur kan statsskuldspolitiken anpassas?	93
6.1	Hur har upplåningen anpassats hittills?	93
6.2	På kort sikt kan antalet skuldslag minskas	95
6.2.1	Nominella statsobligationer och valutaupplåningen bör prioriteras.....	95
6.2.2	Konsekvenser av att avveckla skuldinstrument	96
6.3	På lång sikt kan länestrategin bara upprätthållas med hjälp av överupplåning.....	100
6.3.1	När kan det bli aktuellt med överupplåning?.....	100
6.3.2	Den kritiska nivån för statsskulden.....	101
6.3.3	Överupplåning kan bli aktuellt i mitten av 2020-talet.....	103
6.4	Överupplåning i praktiken	104
6.4.1	Överupplåning sprids ut över ett stort antal tillfällen.....	105
6.4.2	Förvaltning av tillgångarna.....	106
6.4.3	Avkastningen reducerar nettokostnaden	108
6.5	Internationella erfarenheter.....	110
6.5.1	En överblick av marknaderna.....	111
6.5.2	Överupplåning	114
6.5.3	Problem med att öka upplåningen.....	115

7	Ett nytt upplåningsändamål – överväganden och förslag	117
7.1	Finns det skäl att överupplåna?	117
7.1.1	Marknaden ändrar karaktär om statsskulden minskar	118
7.1.2	Hur påverkas statens upplåningskostnad och möjlighet att låna?	118
7.1.3	Lånebehovet kan svänga snabbt	121
7.1.4	De finansiella marknaderna anpassar sig men kan bli mer sårbara	122
7.2	Överupplåning kan genomföras till begränsad kostnad och risk.....	125
7.3	Andra frågor relaterade till överupplåningen	126
7.4	Kan upplåningen ökas på andra sätt?	127
7.5	Utredningens överväganden och bedömning	128
7.6	Hur ska överupplåningen regleras?	129
7.6.1	Ett nytt upplåningsändamål	129
7.6.2	Överupplåning ska ske inom ramen för penningpolitikens krav	132
7.7	Mål och placeringsregler för tillgångsförvaltningen.....	134
7.8	När får de överupplånade medlen användas och till vad?	136
7.9	Riksgälden bör ansvara för förvaltning och administration.....	138
7.10	En buffert i krissituationer	139
7.11	Redovisning av överupplåningen.....	142
7.11.1	Förändrad överupplåning	142
7.11.2	Hur påverkas statsskuldsmått av en överupplåning?	144

8	Anpassning av bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning i budgetlagen	147
8.1	Utredningens uppdrag	147
8.2	Behovet av ett årligt bemyndigande av riksdagen för upptagande av lån	148
8.3	Affärsverkens möjligheter till upplåning, m.m.	150
8.4	Statens användning av tillförda medel från Riksbanken	151
8.5	Terminologiska och systematiska anpassningar till övriga bestämmelser i budgetlagen m.m.	155
8.5.1	Översyn av terminologi och systematik	155
8.5.2	Myndighetsnamnet "Riksgäldskontoret" bör kvarstå i lagtexten	156
9	Finanskriskommitténs förslag om statliga åtgärder för likviditetsförsörjningen	159
9.1	Bakgrund	159
9.1.1	Riksgälden genomför extra emissioner för att stötta växelmarknaden	160
9.1.2	... och pengarna placeras i omvända repor i bostadsobligationer	161
9.1.3	Lagstöd i efterhand	163
9.2	Finanskriskommitténs förslag	163
9.2.1	Riksbanken ska få låna statspapper av Riksgälden för att kunna använda i stabilitetsstödande syfte	164
9.2.2	Riksgäldens möjlighet att få låna för att tillgodose behovet av statspapper bör finnas kvar	164
9.3	Risker med extraemissioner och medlens placering	165
9.3.1	Finansiella risker	165
9.3.2	Riktlinjer från regeringen	166
9.4	Bedömningar och slutsatser	166
9.4.1	Riksgäldens möjlighet att låna för att tillgodose behovet av statslån	166
9.4.2	Placeringsregler	168

10 Riksgäldens likviditetsförvaltning	171
10.1 Utredningens uppdrag	171
10.2 Statens betalningar	172
10.2.1 Betalningarna varierar både över månaden och året	172
10.2.2 Enskilda händelser och Riksgäldens repoverksamhet påverkar också	175
10.2.3 Sammanfattning	176
10.3 Reglering av Riksgäldens likviditetsförvaltning	177
11 Processen för statsskuldsförvaltningen	179
11.1 Den nuvarande processen för statsskuldsförvaltningen	179
11.2 Utredningens bedömning och förslag	180
12 Ikraftträdande och övergångsbestämmelser	185
12.1 Ikraftträdande och övergångsbestämmelser	185
13 Konsekvenser av utredningens förslag	187
13.1 Krav på redovisning av konsekvenser	187
13.2 Effekter på samhällsekonomi	188
13.3 Effekter på statsfinanser	189
14 Författningskommentar	191
14.1 Förslaget till ändring i budgetlagen (2010:203)	191
Bilagor	
Bilaga 1 Kommittédirektiv 2013:17	195

Sammanfattning

Inledning

Utredningens uppdrag är att utreda frågor som rör statsskuldspolitiken samt statspappersmarknadens funktion och betydelse för den finansiella stabiliteten. Uppdraget kan delas in i två delar. Den första delen handlar om hur statspappersmarknaden – och därmed statens möjligheter att låna och bedriva statsskuldspolitik – kan komma att påverkas om statsskulden minskar. Samtidigt analyseras hur kommande regelkrav i de finansiella marknaderna kan komma att påverka efterfrågan på statspapper.

Den andra delen består av en mer allmän översyn av staten upplåning och skuldförvaltning och omfattar ett antal olika frågor. Bland annat ser vi över bestämmelserna i budgetlagen (2011:203) om statens upplåning och skuldförvaltning och lämnar förslag på hur dessa kan anpassas till övriga delar av lagen. Vi ser även över processen för styrningen av statsskuldförvaltningen, liksom Riksgäldens likviditetsförvaltning.

Nedan presenteras utredningens slutsatser i de båda delarna.

Öppnar för möjligheten att överupplåna

Ett nytt upplåningsändamål

Utredningen föreslår att det ska införas ett nytt upplåningsändamål i budgetlagen som ger regeringen möjlighet att, efter särskilt be- myndigande av riksdagen, ta upp lån till staten i syfte att säkerställa en god låneberedskap. En sådan överupplåning bör enligt utredningens bedömning kunna genomföras till begränsad kostnad och risk.

Bakgrunden till utredningens ställningstagande är att statsskulden har minskat sedan mitten av 1990-talet och att det inte går att utesluta att denna utveckling kommer att fortsätta om nuvarande

budgetpolitiska ambitioner ligger fast. En låg statsskuld är i grunden positivt för Sverige. Det ställer dock statsskuldspolitiken inför nya utmaningar, eftersom en liten statsskuld och ett litet lånebehov kan leda till att etablerade marknader och upplåningskanaler försvinner.

Det finns en nära koppling mellan primärmarknaden för statspapper som staten lånar i och den sekundärmarknad som de finansiella aktörerna i första hand verkar i. En väl fungerande sekundärmarknad är en förutsättning för att staten ska ha tillgång till effektiva lånekanaler i den svenska marknaden. Om omsättningen och likviditeten i sekundärmarknaden minskar, kommer prisbildningen i marknaden att försämrats. Det leder till mer volatila priser och en ökad osäkerhet för alla aktörer. Detta kommer på sikt att spilla över på staten i form av ökade upplåningskostnader (allt annat lika) och större svårigheter att attrahera investerare.

Om lånebehovet under en period skulle bli så litet att staten helt upphör med att emittera statspapper är det sannolikt att marknaden skulle ändra karaktär. Marknadsgaranterna skulle försvinna eftersom detta system bygger på Riksgäldens återförsäljaravtal. Handeln i utestående statspapper skulle minska markant och sannolikt ske via mäklade affärer, dvs. utan att en mellanhand tillfälligt går in som ägare. Svenska statspapper skulle bli illikvida och investerarbasen skulle förändras.

Om statens lånebehov åter skulle öka efter det att man en gång har stängt ned systemet, är det inte säkert att det skulle gå att bygga upp ett lika effektivt system för handel igen. Det tar tid att återvinna marknadsaktörernas förtroende för marknaden och statens långsiktiga intresse att upprätthålla likviditet. Under sådana omständigheter är det inte heller självklart att marknadsgaranterna kommer att finnas där. Investerarna är dessutom trögröriga och det kan vara svårt att locka tillbaka dem till en marknad som de en gång har lämnat.

Mot bakgrund av detta anser utredningen att det, i perioder då statens ordinarie lånebehov är litet, ska vara möjligt för staten att överupplåna i syfte att upprätthålla den svenska statspappersmarknaden. Möjligheten att överupplåna kan i detta sammanhang ses som en försäkring för att staten ska ha goda möjligheter att låna i framtiden om behov skulle uppstå. En överupplåning bör även omfatta statens behov att behålla nödvändig kompetens och infrastruktur för att kunna låna i utländsk valuta, eftersom detta erfarenhetsmässigt är en viktig finansieringskälla om staten snabbt behöver låna pengar.

Möjligheten att överupplåna handlar således primärt om att säkerställa en god låneberedskap för staten. Men en överupplåning kommer även att komma det finansiella systemet till del. Den svenska statspappersräntan används ofta som riskfri jämförelseränta för att prissätta och värdera andra finansiella och reala tillgångar. Svenska statspapper utgör också ett viktigt investeringsalternativ för många investerare och har dessutom en särställning i de finansiella regelverken. Svenska statspapper är vidare ett viktigt instrument i tider av finansiell oro, då investerare i sådana lägen flyr riskfyllda investeringar. Även om utredningen anser att dessa faktorer i sig inte kan utgöra skäl för staten att överupplåna, bedömer utredningen att en väl fungerande statspappersmarknad bidrar till att det finansiella systemet fungerar mer effektivt, inte minst genom att det är mer robust och mindre sårbart för störningar.

Hantering av de överupplånade medlen

En överupplåning ger definitionsmässigt upphov till ett kassaöverskott som kommer att behöva placeras på något sätt. Staten bygger således upp en tillgångsportfölj som är finansierad med lånade medel. Utredningen anser att den närmare hanteringen av dessa medel bör beslutas av riksdagen i samband med att bemyndigandet för överupplåning ges. Enligt utredningens bedömning torde behovet av överupplåning ligga förhållandevis långt fram i tiden. Det finns därför ingen anledning att redan nu besluta om de närmare detaljerna kring tillgångsförvaltningen.

Några frågor har utredningen dock tittat närmare på som bidrag till den framtida diskussionen. Bland annat anser utredningen att målet för tillgångsförvaltningen bör vara att minimera risken i förvaltningen med beaktande av avkastningen. Skälet för staten att överupplåna är inte att tjäna pengar, utan att säkerställa en god låneberedskap. Därför bör även tillgångsförvaltningen präglas av ett uttalat risktänkande. Om tillgångsportföljen permanentas eller blir väldigt stor, bör en förnyad bedömning av frågan göras.

Utredningen anser vidare att medlen som huvudregel bara ska få användas för att betala igen de underliggande lånen den dag då de förfaller. Detta är naturligt eftersom tillgångsportföljen endast är en konsekvens av statens behov av att överupplåna. När lånen förfaller och inte längre behövs är det således rimligt att de upplånade medlen används för att amortera samma lån.

Slutligen anser utredningen att förvaltningen bör skötas av Riksgälden. Om tillgångsportföljen permanentas eller blir väldigt stor, kan en förnyad bedömning även i den frågan behöva göras.

En buffert i krissituationer

Utredningen anser att staten inte bör låna i syfte att inrätta en krisbuffert.¹ En krisbuffert skulle i princip kunna motiveras av oro för att inte kunna låna i en statsfinansiell kris. Detta hände till exempel i Grekland, Portugal och Irland under statsskuldkrisen i Europa.

Utredningen anser dock att det finns flera skäl som talar emot att staten ska låna för att bygga upp en krisbuffert. Det mest uppenbara är att bufferten skulle utgöras av lånade pengar, vilket knappast skulle hjälpa mer än tillfälligt i ett läge där staten har svårt att låna på kapitalmarknaderna. Dels skulle en försäljning av tillgångar försämra statens finansiella nettoställning på samma sätt som om utgifter finansieras med ny upplåning, dels kommer även dessa lån att behöva refinansieras. En krisfond skulle också behöva vara mycket stor för att göra någon skillnad i en kris av sådan storleksordning att det finns risk att staten ska få problem att finansiera sig med egen upplåning.

Det är egentligen bara om avsättningarna till buffertfonden skulle tränga undan andra statliga utgifter under uppbyggnadstiden som statens egentliga finansiella ställning skulle förbättras. Då handlar det emellertid inte om statsskuldspolitik utan skulle avspegla att budgetpolitiken läggs om genom att överskottsmålet görs långt mer ambitiöst.

Översyn av regelverket för statens upplåning och skuldförvaltning

I den andra delen av uppdraget har utredningen sett över bestämmelserna för statens upplåning och skuldförvaltning i 5 kap. budgetlagen. Utredningen föreslår ett antal lagändringar. Ingen av dem innebär någon större förändring i sak, utan är mer att betrakta som anpassningar till övriga delar i budgetlagen eller till ändrade förhållanden i övrigt.

¹ Notera att utredningen tolkar krisbufferten som någonting annat än den överupplåningsportfölj som diskuteras ovan.

Från ett årligt till ett stående bemyndigande

Utredningen föreslår att kravet på ett årligt bemyndigande för regeringen att ta upp lån till staten för de i budgetlagen angivna ändamålen ska ersättas av ett stående bemyndigande. Ett bemyndigande att ta upp lån till staten är en nödvändig förutsättning för att statens ska kunna bedriva sin verksamhet. Det är därför svårt att se att riksdagens bemyndigande – trots uttalandet i förarbetena om motsatsen – skulle vara mer än en formalitet. Detta förhållande bör avspeglas i budgetlagen.

Affärsverkens möjligheter till upplåning, m.m. bör utredas vidare

Utredningen anser att det finns stora fördelar med en enhetlig ordning för upplåning och skuldförvaltning inom staten. Den nuvarande särregleringen för affärsverkens upplåning och skuldförvaltning kan därför ifrågasättas. En överföring av affärsverkens lån och andra former av finansieringslösningar till Riksgälden skulle även erbjuda ett sätt för staten att öka upplåningen i statspapper utan att behöva överupplåna.

Frågan om affärsverkens möjlighet till upplåning utanför Riksgälden, liksom undantaget i budgetlagen för affärsverkens upplåning från målet för statsskuldförvaltningen, är dock komplex och leder in på frågor som ligger utanför utredningens uppdrag. Utredningen anser därför att frågan lämpligare utreds i ett annat sammanhang.

Bestämmelsen om statens användning av tillförda medel från Riksbanken bör tas bort

Utredningen föreslår att bestämmelsen som begränsar statens användning av medel som har förts över från Riksbanken i utbyte mot valutalån för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv ska tas bort. Utredningen kan inte se att bestämmelsen fyller någon funktion.

För det första är utlåningen till Riksbanken numera arrangerad på ett sådant sätt att några medel inte förs över från Riksbanken till Riksgälden.

För det andra, även om sådana överföringar skulle ske har regeringen i ett tidigare lagstiftningsärende konstaterat att begreppet monetär finansiering inte är tillämpligt när det gäller dessa medel. Enligt utredningens bedömning kan bestämmelsen inte heller motiveras utifrån behovet att förhindra en konflikt med de krav som penningpolitiken ställer. Detta regleras redan av en annan bestämmelse i budgetlagen (5 kap. 5 §). Den aktuella bestämmelse framstår därför som överflödig.

Möjligheten att emittera statspapper i likviditetsstödande syfte bör behållas

Utredningen anser att regeringens eller, efter regerings bestämmande, Riksgäldens nuvarande möjlighet att emittera statspapper i likviditetsstödande syfte (5 kap. 1 § första stycket 4 budgetlagen) ska behållas. Finanskriskommitténs förslag, som ger Riksbanken möjlighet att hantera en eventuell brist på statspapper genom att låna statspapper av Riksgälden, innebär visserligen en alternativ lösning på problemet. Utredningen anser dock, precis som Finanskriskommittén, att de båda medlen kan ses som komplement till varandra och inte som substitut. I vissa situationer kan det ena tillvägagångssättet vara bättre lämpat att använda än det andra. En finanskris innebär per definition en oförutsedd och extraordinär situation. Utredningen anser därför att det är viktigt att staten och dess myndigheter i ett sådant läge har tillgång till en så bred palett av åtgärder som möjligt.

Ett uttryckligt författningsstöd för statens likviditetsförvaltning

Statens in- och utbetalningar är mycket ojämnt fördelade både över året och inom månaderna. Betalningarna påverkas av en rad olika faktorer. Dessa är i större eller mindre grad förutsägbara, men i stor utsträckning opåverkbara från Riksgäldens synpunkt. Förutsättningarna att som ett led i statsskuldsförvaltningen styra betalningsflödena är således begränsade. Följaktligen är likviditetsförvaltning, i meningen åtgärder för att kortfristig låna och placera medel, en nödvändig och väsentlig del av det statsskuldspolitiska uppdraget.

Utredningen föreslår att det införs ett uttryckligt författningsstöd i 5 kap. budgetlagen för regeringen eller, efter regerings bestämmande, Riksgälden att ta upp lån i förtid inom ramen för likviditetsförvaltningen. Förslaget innebär ingen ändring i sak, utan är en kodifiering av nuvarande praxis.

Ett längre tidsperspektiv i styrningen av statsskuldsförvaltningen

Den nuvarande processen för statsskuldspolitiken regleras i budgetlagen och fungerar enligt utredningens bedömning väl. Utredningen föreslår dock att det införs ett längre tidsperspektiv i styrningen av statsskuldsförvaltningen, så att riktlinjebeslut ska fattas minst vart tredje år i stället för varje år som nu. Skälet är främst att spara resurser i Riksgälden och i Regeringskansliet. Den årliga riktlinjeprocessen kräver betydande beredningsresurser, även när ändringarna i riktlinjerna i sak är små. I perioder när riktlinjerna bedöms kunna gälla för mer än ett år bör dessa resurser kunna användas på bättre sätt än till riktlinjeprocessen. Riktlinjerna avser redan i dag den kommande fyraårsperioden, varav beslut avseende de tre sista åren är preliminära.

Utredningen föreslår vidare att det införs en uttrycklig bestämmelse i 5 kap. budgetlagen att Riksbanken ska få yttra sig inför regeringens riktlinjebeslut även om de fattas vid sidan av den ordinarie riktlinjeprocessen. Om underlaget inte har sin grund i förslag från Riksgälden, bör även Riksgälden få tillfälle att yttra sig. Förslaget innebär ingen ändring i sak, utan kan ses som ett förtydligande av redan gällande bestämmelser.

Ikraftträdande och övergångsbestämmelser

Utredningen föreslår att ändringarna ska träda i kraft den 1 januari 2016. Enligt utredningens bedömning saknas behov av övergångsbestämmelser.

Summary

Introduction

The Inquiry's remit is to examine issues relating to central government debt policy and to analyse the government bonds market in terms of the way in which it functions and the role it plays for financial stability. The remit can be divided into two parts. The first deals with how the government bonds market – and hence the Government's ability to borrow and conduct central government debt policy – may be affected if central government debt declines. It also includes an analysis of how forthcoming regulatory requirements in the financial markets may affect the demand for government bonds. The second part consists of a more general overview of central government borrowing and debt management and encompasses a range of issues. For example, we consider the provisions in the Budget Act (2011:203) regarding central government borrowing and debt management and present proposals on how these can be adapted to other parts of the Act. We also review the process for the control of central government debt management, as well as liquidity management by the Swedish National Debt Office (the Debt Office). The Inquiry's conclusions from both parts of its study are presented below.

Opens the way for borrowing in excess of requirements

A new borrowing purpose

The Inquiry proposes the introduction of a new borrowing purpose in the Budget Act, allowing the Government, after special authorisation from the Riksdag, to raise loans for central government for the purpose of ensuring good borrowing preparedness. On the

Inquiry's assessment, such borrowing in excess of requirements could be conducted at limited cost and risk.

The backdrop to the Inquiry's standpoint is that central government debt has declined since the mid-1990s and it is not impossible that this trend will continue if current budget policy ambitions remain as they are. A low level of central government debt is basically positive for Sweden. However, it poses new challenges for central government debt policy, as a small central government debt and low borrowing requirement could lead to the disappearance of established markets and borrowing channels.

There is a close link between the primary market for bonds in which central government borrows and the secondary market in which financial actors mainly operate. A well-functioning secondary market is essential if central government is to have access to efficient borrowing channels in the Swedish market. If turnover and liquidity in the secondary market decline, price formation in the market will deteriorate. This will lead to more volatile prices and increased uncertainty for all actors. In the long term, this will have knock-on effects for central government in the form of increased borrowing costs (all other things being equal) and greater difficulties attracting investors.

If there were a period in which the borrowing requirement became so low that central government completely stopped issuing bonds, the nature of the market would probably change. The market makers would disappear, since this system builds on the Debt Office's primary dealer agreements. Trade in outstanding bonds would decline sharply and would probably take place via brokered deals, i.e. without an intermediary temporarily taking on the owner's role. Swedish government bonds would become illiquid and the investor base would change.

If the central government borrowing requirement were to increase again after the system had shut down, it is not certain that it would be possible to build up an equally effective trading system again. It takes time to regain market actors' confidence in the market and in the long-term interest of central government in maintaining liquidity. Moreover, in these circumstances it cannot be taken for granted that the market makers will be there. Furthermore, investors are slow to change their behaviour and it can be difficult to entice them back to a market once they have left it.

In view of these circumstances, the Inquiry considers that at times when the normal central government borrowing requirement

is low, it should be possible for central government to borrow in excess of requirements so as to sustain the Swedish market for government bonds. In this context, the option of borrowing in excess of requirements can be seen as a means of ensuring that central government has good opportunities to borrow in the future should the need arise. Borrowing in excess of requirements should also cover central government's need to retain the necessary skills and infrastructure to be able to borrow in foreign currencies, since experience shows that this is an important source of finance if central government needs to borrow money quickly.

The possibility of borrowing in excess of requirements is therefore primarily about ensuring good borrowing preparedness for central government. However, borrowing in excess of requirements will also benefit the financial system. The Swedish government bond rate is often used as a risk-free comparative rate for pricing and valuing other financial and real assets. Swedish government bonds are also an important investment alternative for many investors and moreover hold a unique position in the financial regulatory framework. In addition, Swedish government bonds are an important instrument in times of financial turmoil, as investors shun risky investments in such situations. Even if the Inquiry does not consider that these factors in themselves can justify central government borrowing in excess of requirements, the Inquiry believes that a well-functioning market for government bonds helps the financial system function more effectively, not least by making it more robust and less vulnerable to disturbances.

Management of funds borrowed in excess of requirements

By definition, borrowing in excess of requirements gives rise to a cash surplus, which will need to be invested in some way. Hence, central government will build up a portfolio of assets financed by borrowed funds. The Inquiry considers that the management of these funds should be decided in more detail by the Riksdag, in connection with authorising borrowing in excess of requirements. In the Inquiry's assessment, the need to borrow in excess of requirements probably lies relatively far in the future. There is therefore no reason to decide on more specific details concerning the management of assets at the present time.

However, the Inquiry has taken a closer look at some issues as a contribution to future discussions. Among other points, the Inquiry considers that the objective of asset management should be to minimise management risk relative to returns. The reason for central government to borrow in excess of requirements is not to earn money but to ensure good borrowing preparedness. Consequently, the assets should also be managed in an explicitly risk-aware manner. If the asset portfolio becomes permanent or very large, the issue should be re-assessed.

The Inquiry considers further that as a rule the funds should only be used to repay the underlying loans when they fall due. This is natural given that the asset portfolio is purely a consequence of central government's need to borrow in excess of requirements. When the loans fall due and are no longer needed it is therefore reasonable that the borrowed funds be used to pay off the same loans.

Finally, the Inquiry considers that the Debt Office should be responsible for managing the funds. If the asset portfolio becomes permanent or very large, this issue may also need to be re-assessed.

A buffer in situations of crisis

The Inquiry does not believe that central government should borrow in order to establish a buffer for crises.¹ A crisis buffer could, in principle, be motivated by concern about not being able to borrow in a fiscal crisis. This happened, for example, in Greece, Portugal and Ireland during the sovereign debt crisis in Europe.

However, in the Inquiry's view, several reasons argue against central government borrowing in order to build up a crisis buffer. The most obvious is that the buffer would consist of borrowed money, which would hardly be of more than temporary help in a situation in which central government has difficulty borrowing in the capital markets. For one thing, selling assets would weaken the net financial position of central government in just the same way as if expenditure were being financed by new loans. For another, these loans would also need to be refinanced. Moreover, a crisis fund would need to be very large to make any difference in a crisis

¹ Note that the Inquiry interprets 'crisis buffer' as something other than the portfolio of funds borrowed in excess of requirements discussed above.

of such magnitude that central government risked finding it difficult to finance its activities by its own borrowing.

It is only actually if allocations to the buffer fund were to displace other central government expenditure during the period in which the fund was being built up that the true financial position of central government would be improved. This, however, would not be a matter of central government debt policy so much as a reflection of a reorientation of budget policy by setting a far more ambitious surplus target.

Review of the regulatory framework for central government borrowing and debt management

In the second part of its remit, the Inquiry has reviewed the provisions governing central government borrowing and debt management in Chapter 5 of the Budget Act. The Inquiry proposes a number of legislative amendments. None of them involves any major substantive change; they are to be regarded, rather, as adjustments to other parts of the Budget Act or to other changes in circumstances.

From annual to standing authorisation

At present, annual authorisation is required for the Government to raise loans for central government for the purposes stated in the Budget Act. The Inquiry proposes replacing this requirement with standing authorisation. Authorisation to raise loans for central government is a necessary prerequisite for central government to be able to conduct its activities. It is therefore difficult to see authorisation from the Riksdag as anything more than a formality, despite statements to the contrary in the legislative history. This fact should be reflected in the Budget Act.

Possibilities for public enterprises to borrow etc. should be further examined

The Inquiry sees major advantages in a uniform system for borrowing and debt management in the central government sector. In light of this, the current special regulations for borrowing and debt management by certain public enterprises (affärsverk) appear questionable. Transferring these public enterprises' loans and other financing solutions to the Debt Office would also offer a means for central government to increase its borrowing via government bonds without needing to borrow in excess of requirements.

However, the question of certain public enterprises (affärsverk) being able to borrow outside the Debt Office framework is complicated, as is the provision in the Budget Act excluding borrowing by public enterprises from the objective of central government debt management. These questions lead into issues that lie outside the Inquiry's remit. The Inquiry therefore considers that it would be more appropriate to analyse this matter in another context.

Provision on central government use of funds provided from the Riksbank should be removed

The Inquiry proposes the elimination of the provision restricting central government use of funds transferred from the Riksbank in exchange for foreign exchange loans to meet the Riksbank's need for foreign exchange reserves. The Inquiry cannot see that the provision serves any function.

Firstly, lending to the Riksbank is now organised in such a way that no funds are transferred from the Riksbank to the Debt Office.

Secondly, even if such transfers were to occur, the Government has found in previous legislative considerations that the concept of monetary financing is not applicable to these funds. Moreover, in the Inquiry's view, the provision cannot be justified by the need to prevent a conflict with the requirements presented by monetary policy. This is already regulated by another provision in the Budget Act (Chapter 5, Section 5). This provision therefore seems superfluous.

Possibility of issuing government bonds for liquidity supporting purposes should be retained

The Inquiry considers that the possibility for the Government or, if so determined by the Government, the Debt Office to issue government bonds for liquidity supporting purposes (Chapter 5, Section 1, first paragraph, point 4 of the Budget Act) should be retained. Admittedly, the proposal of the Financial Crisis Committee, according to which the Riksbank would be given the opportunity to remedy any shortage of government bonds by borrowing government bonds from the Debt Office, offers an alternative solution to the problem. However, the Inquiry shares the Financial Crisis Committee's view that the two methods can be seen as complementing one another, not as substitutes for one another. In some situations one approach may be more suitable than the other. A financial crisis is by definition an unforeseen and extraordinary situation. The Inquiry therefore considers that it is important for central government and its agencies to have access to as broad a range of measures as possible in any such situation.

Explicit statutory support mandate for central government liquidity management

Payments received and made by central government are very unevenly distributed both over the year and within months. These payments are affected by a number of different factors. While these factors may be more or less predictable, from the perspective of the Debt Office they are largely impossible to influence. The ability to steer payment flows as part of managing central government debt is therefore limited. Consequently, liquidity management – in the sense of measures for short-term loans and investments of funds – are a necessary and essential element of the task imposed by central government debt policy.

The Inquiry proposes the introduction in Chapter 5 of the Budget Act of explicit statutory support for the Government or, if so determined by the Government, the Debt Office to raise loans in advance of need in the context of liquidity management. The proposal does not involve any substantive change but codifies current practice.

A longer temporal perspective in the control of central government debt management

The current central government debt policy process is regulated in the Budget Act and functions well, in the Inquiry's view. However, the Inquiry proposes the introduction of a longer temporal perspective in the control of central government debt management, so as to require guideline decisions to be taken at least once every third year instead of every year as is now the case. The main reason is to save resources at the Debt Office and the Government Offices. The annual guideline process requires substantial resources, even when the changes in the guidelines are in fact minor. In periods when it is deemed that the guidelines can apply for more than one year, it should be possible to use these resources in a better way than in the guideline process. Even now, the guidelines refer to the next four-year period, with the decisions concerning the last three years being provisional.

The Inquiry also proposes the introduction in Chapter 5 of the Budget Act of an explicit provision giving the Riksbank the opportunity to give its opinion before the Government takes its decision on guidelines, even if such a decision is taken outside the ordinary guideline process. If the decision-making material is not based on proposals from the Debt Office, the Debt Office should also be given the opportunity to state its opinion. This proposal does not involve any substantive change; it can be seen as a clarification of existing provisions.

Entry into force and transitional provisions

The Inquiry proposes that the amendments enter into force on 1 January 2016. The Inquiry sees no need for transitional provisions.

1 Författningsförslag

1.1 Förslag till lag om ändring i budgetlagen

Härigenom föreskrivs i fråga om budgetlagen (2011:203)

dels att nuvarande 5 kap. 2–7 §§ ska betecknas 5 kap. 4–9 §§

dels att 5 kap. 1, 4–9 §§ ska ha följande lydelse,

dels att det i budgetlagen ska införas tre nya paragrafer, 5 kap. 2 och 3 §§ och 6 kap. 6 §, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

5 kap.

1 §

Efter särskilt bemyndigande som lämnas för ett budgetår i sänder får regeringen eller efter regeringens bestämmande Riksgäldskontoret ta upp lån till staten för att

Regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgäldskontoret får ta upp lån till staten för att

1. finansiera löpande underskott i statens budget och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,

2. tillhandahålla sådana kredit- och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,

2. tillhandahålla sådan utlåning och fullgöra sådana kreditgarantier och andra liknande åtaganden som riksdagen beslutat om,

3. amortera, lösa in och köpa upp statslån,

4. i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och

5. tillgodose Riksbankens behov av valutareserv.

Riksbanken ska betala full ersättning för statens kostnader för upplåning för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv. Regeringen får dock, efter samråd med Riksbanken, besluta annat om det finns särskilda skäl.

2 §

Regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgäldskontoret får ta upp lån till staten inom ramen för löpande likviditetsförvaltning.

3 §

Med riksdagens bemyndigande får regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgäldskontoret ta upp lån till staten för att säkerställa en god låneberedskap.

2 §

Efter särskilt bemyndigande som lämnas av riksdagen för ett budgetår i sänder får regeringen eller efter regeringens bestämmande ett affärsverk ta upp lån till staten för affärsverkets verksamhet.

4 §

Med riksdagens bemyndigande får regeringen eller, efter regeringens bestämmande, ett affärsverk ta upp lån till staten för affärsverkets verksamhet.

3 §

Lån som har tagits upp av staten enligt 1 eller 2 § förvaltas av regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, av Riksgäldskontoret eller affärsverk.

Om staten tar upp ett lån för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv, får de medel som Riksbanken tillför staten i utbyte mot de lånade medlen endast användas för återbetalning av samma lån. Regeringen får dock,

5 §

Lån som har tagits upp till staten enligt 1–4 §§ förvaltas av regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, av Riksgäldskontoret eller affärsverk.

efter samråd med Riksbanken, besluta annat om det finns särskilda skäl.

4 §

För samtliga lån och garantier som regeringen, Riksgäldskontoret eller ett affärsverk ombesörjer är staten ansvarig.

5 §

Statens skuld, med undantag för den skuld som förvaltas av affärsverken enligt 3 §, ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

6 §

Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Regeringen ska inhämta förslag till riktlinjer från Riksgäldskontoret samt låta Riksbanken yttra sig över kontorets förslag.

6 §

Staten ansvarar för samtliga lån som regeringen, Riksgäldskontoret eller ett affärsverk har tagit upp.

7 §

Statens skuld, med undantag för den skuld som förvaltas av affärsverken enligt 5 §, ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

8 §

Regeringen ska minst vart tredje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Regeringen ska därvid inhämta förslag till riktlinjer från Riksgäldskontoret och låta Riksbanken yttra sig över förslaget.

Även i andra fall då regeringen beslutar om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden ska yttranden inhämtas från Riksbanken och, om det behövs, från Riksgäldskontoret.

7 §

Regeringen ska *från och med 2012 och därefter* vartannat år i en skrivelse till riksdagen utvärdera förvaltningen av statskulden. Skrivelsen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen.

9 §

Regeringen ska vartannat år i en skrivelse till riksdagen utvärdera förvaltningen av statskulden. Skrivelsen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen.

6 kap.

6 §

Staten ansvarar för samtliga kreditgarantier och andra liknande åtaganden som beslutas av regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 2016.

2 Utredningens uppdrag och arbete

2.1 Utredningens uppdrag

Utredningen om statsskuldspolitiken och statspappersmarknadens funktion och betydelse för den finansiella stabiliteten tillsattes av regeringen i februari 2013 (dir. 2013:17). Uppdraget kan delas in i två delar. Den första delen handlar om hur statspappersmarknaden – och därmed statens möjligheter att låna och bedriva statsskuldspolitik – kan komma att påverkas om statsskulden minskar, samtidigt som kommande regelkrav i de finansiella marknaderna kan innebära att efterfrågan på statspapper ökar och investerarbasen ändras. Den andra delen består av en mer allmän översyn av staten upplåning och skuldförvaltning och omfattar ett antal olika frågor. Bland annat ska bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning ses över och vid behov anpassas till övriga delar av budgetlagen (2011:203). Dessutom ska processen för styrningen av statsskuldförvaltningen granskas, liksom Riksgäldens¹ likviditetsförvaltning.

Nedan ger vi en mer ingående beskrivning av de båda deluppgifterna. Direktivet i sin helhet återfinns i bilaga 1.

2.1.1 Bör det statsskuldspolitiska uppdraget vidgas?

Statsskuldspolitik handlar om hur staten ska finansiera löpande och ackumulerade underskott i statsbudgeten. Det handlar också om hur de dagliga betalningarna ska skötas och om att säkerställa att de

¹ Sedan 2007 använder sig Riksgäldskontoret i allmänhet av benämningen Riksgälden. Myndighetens officiella namn är dock fortfarande Riksgäldskontoret, vilket också är den benämning som används i författningstexter och avtal. I det här betänkandet använder vi namnet Riksgälden när vi inte refererar till specifika lagar eller liknande.

lånemarknader och upplåningskanaler som staten använder sig av fungerar på ett bra sätt.

De nuvarande lagreglerna för statens upplåning och skuldförvaltning fastställdes 1998 i efterdyningarna av den djupa lågkonjunkturen i början och mitten av 1990-talet. Då var statsskulden stor och räntebetalningarna höga. Som mest uppgick skulden till 77 procent av bruttonationalprodukten (BNP) och räntebetalningarna uppgick till över 100 miljarder kronor per år. Sedan dess har förutsättningarna för statsskuldpolitiken ändrats. I december 2013 var statsskulden 35 procent av BNP och räntebetalningarna för 2013 beräknas uppgå till 16 miljarder kronor.

Regeringens prognoser i budgetpropositionen för 2014 pekar dessutom på att statsskuldskvoten kommer att fortsätta att falla, vilket även är i linje med nuvarande budgetpolitiska mål och ambitioner. En kommande utmaning för statsskuldpolitiken kan därför bli hur staten ska upprätthålla en fungerande statspappersmarknad trots att statsskulden är liten. Risken med en alltför låg statsskuld är att etablerade marknader och upplåningskanaler tunnas ut eller försvinner.² Ett uppdrag för den här utredningen är att överväga om det finns skäl att införa ett vidare uppdrag för statsskuldpolitiken än att bara finansiera statens löpande utgifter och refinansiera förfallande lån. Bör regeringen eller Riksgälden till exempel få i uppdrag att emittera statspapper i syfte att upprätthålla en väl fungerande statspappersmarknad?

I analysen ingår att beakta även andra skeenden som kan påverka statspappersmarknadens funktionssätt. Just nu pågår en omfattande regelgivning för de finansiella marknaderna på såväl inhemsk som global nivå, där syftet är att minska riskerna i det finansiella systemet och förbättra den finansiella stabiliteten. I många fall har statspapper en särställning i dessa regelverk och marknadsaktörerna ges incitament att hålla sådana värdepapper. Det kan leda till en ökad efterfrågan på statspapper, men även till ett förändrat investerarbeteende. En uppgift för utredningen är därför att försöka kartlägga vilka effekter som kommande regeländringar har på efterfrågan på statspapper, liksom att överväga vilket ansvar staten bör ha för att tillgodose marknadsaktörernas behov av statspapper som uppstått till följd av finansiella regleringar.

² Det bör noteras att detta bara är ett problem så länge Sverige har en egen valuta. Den dag Sverige inför euron som valuta, kommer statspappersmarknaden i kronor att försvinna och Sverige kommer att låna i euro. För att göra detta behövs ingen inhemsk statspappersmarknad.

Ett minskat utbud av statspapper och en sämre fungerande statspappersmarknad kan även få andra konsekvenser för de finansiella marknaderna. En fråga rör vilken roll som statspappersräntan spelar som riskfri jämförelseränta vid prissättning av andra finansiella instrument och vid olika typer av ekonomiska beslut. Har statspappersräntan en särskild roll som jämförelseränta och vilken påverkan kan det få om statspappersräntan inte längre kan fylla denna funktion?

En annan fråga handlar om statspappers betydelse för den finansiella stabiliteten. Finanskrisen under 2008–09 visade tydligt att statspapper fyller en särskild funktion som riskfri och likvid tillgång. Statspapper används också ofta som säkerhet för lån och för att hantera andra motpartsrisker, t.ex. i handel med derivatinstrument. Hur påverkas detta om statsskulden minskar och blir allt mindre likvid?

I uppgiften att se över det statsskuldpolitiska uppdraget och överväga om överupplåning bör tillåtas i perioder när statsskulden är liten ingår även att analysera riskerna med detta. I synnerhet ska riskerna i förvaltningen av de överupplånade medlen analyseras. Om utredningen väljer att öppna för möjligheten till överupplåning ska utredningen också föreslå regler för hur tillgångarna ska förvaltas, liksom vilken myndighet som ska ansvara för förvaltningen. Utredningen ska även föreslå regler för när och till vad tillgångarna får användas.

Slutligen ska utredningen undersöka om det finns skäl för staten att låna i syfte att inrätta en tillgångsportfölj som kan användas för att finansiera statliga utgifter i en framtida krissituation där de ordinarie upplåningsmöjligheterna är starkt begränsade. En sådan krisbuffert skulle delvis likna den överupplåningsportfölj som diskuteras ovan, men skulle ha ett helt annat syfte och en helt annan uppbyggnads- och avvecklingsprofil. Inrättandet av en lånefinansierad krisbuffert skulle dock minska behovet av överupplåning.

2.1.2 Översyn av regelverket för statens upplåning och skuldförvaltning

Den andra delen av uppdraget avser en mer allmän översyn av regelverket för statsskuldspolitiken och består av ett antal olika frågor. För *det första* ska utredningen se över hur bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning förhåller sig till budget-

lagens övriga delar och vid behov föreslå nödvändiga anpassningar. Bakgrunden är att dessa bestämmelser tidigare reglerades i en särskild lag; lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning. I samband med att den nya budgetlagen (2011:203) antogs 2011 fördes bestämmelserna i denna lag över till budgetlagen i syfte att skapa ett sammanhållet regelverk för regeringens befogenheter och skyldigheter på finansmaktens område. Bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning lyftes in i oförändrad form som ett eget kapitel (5 kap.) i budgetlagen. Någon anpassning till övriga delar av budgetlagen gjordes inte. Utredningen har därför fått i uppdrag att se över detta.

För det andra ska utredningen överväga om de förslag som presenteras i Finanskriskommitténs delbetänkande (SOU 2013:6) avseende statliga åtgärder för likviditetsförvaltningen föranleder någon ändring i budgetlagen. Detsamma gäller de förslag rörande Riksgäldens roll i finansieringen av valutareserven som presenteras i betänkandet "Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning" (SOU 2013:9).

För det tredje ska utredningen kartlägga hur statens betalningar är fördelade över året. Utredningen ska också överväga om Riksgäldens likviditetsförvaltning bör ges ett ramverk grundat på riksdagsbeslut och, i så fall, hur det bör utformas för att möjliggöra en smidig och effektiv likviditetshantering. Bakgrunden är att statens betalningar är ojämnt fördelade över året och att Riksgälden därför periodvis måste ha likviditetsöverskott. I dag saknas ett uttryckligt lagstöd för detta eftersom det inte anges bland de ändamål för vilka Riksgälden med stöd i 5 kap. 1 § budgetlagen har rätt att låna. Verksamheten hanteras dock enligt vissa placeringsregler angivna i Riksgäldens instruktion, samt utifrån ett ramverk och en praxis som Riksgälden har byggt upp.

För det fjärde ska utredningen analysera om processen för styrningen av statsskuldsförvaltningen i några delar bör förändras eller förtydligas mot bakgrund av de eventuella förändringar som utredningen föreslår i andra frågor. Utredningen ska även analysera om det finns skäl att införa ett längre tidsperspektiv i styrningen, så att riktlinjebeslut fattas mer sällan än varje år. Processen för styrning och uppföljning av statsskuldsförvaltningen är fastställd i budgetlagen. Processen bygger på årliga riktlinjebeslut från regeringen, baserade på förslag från Riksgälden, och en rutin för regelbunden återslagrapportering till riksdagen (vartannat år fr.o.m. 2008).

2.2 Utredningens avgränsningar

Utredningen har i uppdrag att beakta de förslag rörande Riksgäldens roll i finansieringen av valutareserven som presenteras i betänkandet "Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning" (SOU 2013:9) och analysera om dessa förslag föranleder någon ändring i budgetlagen. Utredningen har inte kunnat identifiera något som tyder på detta. Utredningen kommer därför inte behandla nämnda förslag närmare i betänkandet.

2.3 Utredningens arbete

Utredningen påbörjade sitt arbete i mars 2013. Under arbetet har utredningen hållit sju sammanträden med de sakkunniga. Därutöver har sekreterarna träffat de sakkunniga enskilt eller i mindre konstellationer för att diskutera enskilda frågor. Bland annat har ett särskilt möte hållits angående bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltningen.

Utredaren och huvudsekreteraren har vid olika tillfällen träffat representanter för Riksgälden, Riksbanken och Finansinspektionen. Sekretariatet har även träffat Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen och Penningmarknadsrådet, samt haft kontakt med Svensk Försäkring.

Utredaren och huvudsekreteraren har besökt företrädare för finansdepartementet i Norge och centralbanken i Danmark för diskussion och informationshämtning. Vid studiebesöken träffade utredningen även företrädare för bankerna i respektive land. Sekretariatet har även haft kontakt med myndighetsföreträdare i Australien och Nya Zeeland.

2.4 Disposition

Betänkandet är disponerat på följande sätt. I *kapitel 3* presenterar vi bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning och redogör för de förändringar som har gjorts innan bestämmelserna slutligen införlivades i budgetlagen. Vi presenterar också regeringens riktlinjer för statsskuldsförvaltningen och hur den svenska statsskulden är finansierad.

I *kapitel 4* redovisar vi hur statsskulden har utvecklats sedan krisåren på 1990-talet och undersöker hur statsskulden skulle kunna utvecklas i framtiden om de nuvarande budgetpolitiska ambitionerna ligger fast och målet om en procents överskott i den offentliga sektorns finansiella sparande varaktigt uppfylls.

Kapitel 5 analyserar vilken roll statspapper har i det finansiella systemet och diskuterar vilka konsekvenser det kan få om utbudet av svenska statspapper minskar kraftigt. Analysen avser både de finansiella marknaderna och statens möjligheter att låna till goda villkor.

Kapitel 6 undersöker vilka åtgärder Riksgälden har vidtagit för att anpassa statsskuldsförvaltningen till en minskande statsskuld. Därefter diskuterar vi vilka ytterligare åtgärder som skulle kunna vidtas. Det följs av en analys av när i tiden ett behov av överupplåning skulle kunna uppstå. Vi beskriver också hur en överupplåning skulle kunna gå till i praktiken och redovisar ett investeringsexempel. Kapitlet avslutas med en diskussion om andra länders erfarenheter i samma fråga.

Kapitel 7 sammanfattar diskussionen i de tidigare kapitlen och analyserar för- och nackdelar med olika handlingsalternativ. Diskussionen utmynnar i ett förslag om att öppna för möjligheten till överupplåning i syfte att säkerställa en god låneberedskap för staten. Vi lämnar även förslag på hur detta bör regleras i budgetlagen. Därefter diskuterar vi hur ansvarsfördelningen mellan riksdag och regering bör se ut och beskriver den tänkta beslutsprocessen. Kapitlet innehåller också en diskussion om mål och placeringsregler för tillgångsförvaltningen av de överupplånade medlen, liksom förslag på vilken myndighet som bör ansvara för förvaltningen. Slutligen redogör vi för hur överupplåningen bör redovisas.

I *kapitel 8* gör vi en översyn av bestämmelserna i 5 kap. budgetlagen om statens upplåning och skuldförvaltning. Bland annat undersöker vi hur bestämmelserna förhåller sig till budgetlagens övriga delar, samt föreslår vissa anpassningar av bestämmelserna utifrån detta.

I *kapitel 9* presenterar vi Finanskriskommitténs förslag rörande statliga åtgärder för likviditetsförsörjningen (SOU 2013:6). Därefter analyserar vi hur förslaget förhåller sig till den nuvarande bestämmelsen i budgetlagen (5 kap. 1 § fjärde punkten) som ger Riksgälden rätt att emittera statspapper i stabilitetsstödande syfte. Slutligen diskuterar vi om denna bestämmelse bör behållas eller om den kan ersättas av Finanskriskommitténs förslag.

I *kapitel 10* beskriver vi Riksgäldens likviditetsförvaltning och diskuterar behovet av ett tydligare regelverk för verksamheten. Vi lämnar förslag även på hur ett sådant regelverk skulle kunna utformas.

Kapitel 11 beskriver processen för styrningen av statsskuldsförvaltningen och diskuterar möjligheten att införa ett längre tidsperspektiv i styrningen. Vi föreslår att regeringen ska besluta om riktlinjer minst var tredje år i stället för som nu, årligen.

Kapitel 12 innehåller förslag på ikraftträdande och övergångsbestämmelser.

Kapitel 13 innehåller en konsekvensanalys av utredningens förslag.

Kapitel 14 innehåller författningskommentarer.

3 Statens upplåning och skuldförvaltning

Statens upplåning och skuldförvaltning regleras i 5 kap. budgetlagen (2011:203). Bestämmelserna anger i korthet förutsättningarna för statens upplåning (1 och 2 §§), vem som förvaltar lånen (3 §), att staten är ansvarig för dessa lån (4 §), mål för förvaltningen av statsskulden (5 §), styrprocessen för förvaltningen (6 §) och riksdagens insyn i utvärderingen av förvaltningen (7 §).

I det här kapitlet gör vi en tillbakablick på bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning och går igenom de förändringar som gjorts innan bestämmelserna slutligen fördes in i budgetlagen. Vi ger också en kortfattad beskrivning av regeringens riktlinjer för statsskuldförvaltningen och redogör för hur statsskulden är finansierad och vilka som är de största ägarkategorierna av svenska statspapper.

3.1 En tillbakablick på bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning

3.1.1 1988 års lag om statens upplåning och skuldförvaltning

Riksgälden¹ var från 1789 till 1989 en myndighet under riksdagen med uppgift att förvalta statens skuld och ta upp nya lån till staten. Myndigheten hade då, senast i lagen (1982:1158) om riksgäldskontoret, ett beloppsmässigt opreciserat bemyndigande av riksdagen att ta upp lån till staten för att:

¹ Riksgälden hette fram till 2007 Riksgäldskontoret. Det legala namnet är dock fortfarande Riksgäldskontoret, vilket också är det namn som används i lagtexter och avtal. I det här betänkandet använder vi, som tidigare sagts, namnet Riksgälden när vi inte refererar till specifika lagar eller liknande.

- finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut
- tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutar om
- amortera och inlösa statslån samt att köpa upp statslån i utländsk valuta
- tillgodose riksbankens behov av valutareserv och av statspapper för marknadsoperationer.

År 1989 flyttades huvudmannaskapet för Riksgälden från riksdagen till regeringen. Motivet till denna förändring var följande. Sedan riksdagen genom parlamentarismens genombrott fått kontrollen över hela finansmakten fanns det inte längre samma behov av kontroll över statens upplåningsverksamhet som tidigare. Vid tiden hade statsskulden fått en sådan omfattning att det fanns starka skäl för att samordningen av statsupplåningen med finanspolitiken borde ordnas så att statsupplåningen handlades under regeringen. Dessutom bedömdes Riksgäldens garantihantering kunna kräva åtgärder som på ett mer ändamålsenligt sätt hanterades av regeringen (prop. 1986/87:143).

Regeringen får inte ta upp lån utan riksdagens bemyndigande. Det riksdagsbemyndigande för regeringen, som alltså krävdes för Riksgäldens uppgifter som en myndighet under regeringen, skulle liksom bemyndigandet i lagen om riksgäldskontoret vara beloppsmässigt opreciserat. Med hänsyn till osäkerheterna kring kalkyleringen av budgetsaldot och att det var omöjligt att förutse Riksbankens behov av att fylla på valutareserven och av innehav av statspapper för marknadsoperationer, ansågs en beloppsmässig begränsning kräva sådana betydande osäkerhetsmarginaler att den inte skulle fylla någon funktion (prop. 1986/87:143 s. 57 f.).

Eftersom riksdagen har finansmakten bedömdes riksdagens beslut om lånebemyndigande vara mer än en formalitet. Det ansågs därför lämpligt att riksdagen årligen fattade ett beslut i frågan. Där emot ansågs, som tidigare framgått, det inte ligga något egentligt värde i att lånebemyndigandet var beloppsmässigt preciserat.

Den införda ordningen innebar att regeringen kunde överföra lånebemyndigandet till Riksgälden med ett stående bemyndigande i myndighetens instruktion.

Enligt den lag (1988:1387) om statens upplåning som alltså antogs skulle regeringen eller efter regeringens bestämmande Riksgälden, efter särskilt riksdagsbemyndigande som lämnades för ett budgetår i sänder, få ta upp lån till staten för de ändamål som angavs i bestämmelsen. Dessa överensstämde med de i lagen om riksgäldskontoret angivna ändamålen bortsett från att det infördes en möjlighet att inte bara köpa upp utländska, utan också svenska statslån. Möjligheten att köpa upp svenska statslån förutsattes bara utnyttjas vid vissa tillfällen för att minska kostnaderna för statsskulden eller utjämna likviditetspåfrestningar till följd av förfallande statslån. Vidare förutsattes sådana uppköp ske i samråd med Riksbanken.

Utöver den nu behandlade paragrafen innehöll lagen om statens upplåning ytterligare två paragrafer. Enligt 2 § skulle lån som tagits upp av staten förvaltas av regeringen eller efter regeringens bemyndigande Riksgälden. Bestämmelser med motsvarande innehåll fanns tidigare i regeringsformen och lagen om riksgäldskontoret enligt vilka Riksgälden var den myndighet under riksdagen som bemyndigades att ta upp och förvalta lån till staten.

I 3 § lagen om statens upplåning slogs fast att för samtliga lån och garantier som regeringen eller Riksgälden ombesörjer är staten ansvarig. Bestämmelsen motiverades av att t.ex. utländska långivare inte skulle behöva vara osäkra på om Riksgälden faktiskt hade erforderliga bemyndiganden.

3.1.2 Rekvisitioner av valutalån för att förstärka valutareserven

Efter förslag i ett lagstiftningsärende 1995 om bland annat förbud mot monetär finansiering (prop. 1994/95:150, bilaga 7.2) infördes i lagen om statens upplåning en bestämmelse enligt vilken Riksbanken som huvudregel skulle betala full ersättning för statens kostnader för upplåning för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv. Samtidigt slopades möjligheten att ta upp statslån för att tillgodose Riksbankens behov av statspapper för marknadsoperationer. Vidare infördes en bestämmelse enligt vilken de medel som Riksbanken tillförde staten i utbyte mot lånade medel för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv som huvudregel endast fick användas för återbetalning av samma lån.

Regeringen gjorde den bedömningen att begreppet monetär finansiering inte var tillämpligt när det gällde upptagandet av valuta-

lån för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv eftersom de likvida medel som staten i ett sådant sammanhang tänktes erhålla från Riksbanken utgör betalning för valuta som staten lånat upp på marknadsmässiga villkor.

För att Riksbanken skulle bära hela kostnadsansvaret för upplåningen infördes ett system där Riksbanken skulle lämna skuldebrev utgivna i utländsk valuta till Riksgälden i utbyte mot erhållna valutalikvider. Skuldebreven skulle därvid utformas så att de överensstämde med Riksgäldens valutalån vad gäller ränta, löptid och valuta-fördelning. I undantagsfall skulle dock regeringen i samråd med Riksbanken kunna besluta om annan kostnadsfördelning, förutsatt att det skulle medföra betydande olägenheter för Riksbanken att täcka statens totala kostnader för upplåningen.

De medel som Riksgälden tänktes få vid upplåning för att stärka valutareserven skulle som huvudregel inte användas för andra ändamål än återbetalning av de upptagna valutalånen. Medlen skulle alltså inte få användas för att finansiera statliga utgifter eller de angivna ändamålen i 1 § lagen om statens upplåning. Regeringen skulle dock i samråd med Riksbanken kunna besluta om undantag från detta. Som exempel på när särskilda skäl kunde anses föreligga anfördes situationer där den genomförda valutaupplåningen i syfte att förstärka valutareserven avsevärt skulle fördyra eller på annat sätt försvåra den valutaupplåning regeringen beslutat för finansieringen av statsbudgeten.

3.1.3 Affärsverkens upplåning regleras i lag

Efter förslag i budgetpropositionen för 1998 (prop. 1997/98:1 reviderad finansplan m.m.) infördes i lagen om statens upplåning en särskild bestämmelse enligt vilken regeringen eller efter regeringens bestämmande ett affärsverk efter särskilt bemyndigande som lämnas av riksdagen för ett budgetår i sänder, fick ta upp lån till staten för affärsverkets verksamhet. Affärsverken skulle också efter regeringens bemyndigande få förvalta sådana lån. Ändringen föranledde även den ändringen i lagen om statens upplåning att staten skulle vara ansvarig också för dessa lån.

Fram till år 1998 hade affärsverken Luftfartsverket, Sjöfartsverket och Statens järnvägar under flera år och vid sidan av lagen om statens upplåning fått ta upp lån på marknaden och även fått förvalta dessa lån. Riksdagen hade år 1990 godkänt vissa riktlinjer för affärs-

verkens lånefinansiering (prop. 1990/91:29, bet. 1990/91:FiU4, rskr. 1990/91:38). Bland annat hade riksdagen godkänt principen att affärsverken skulle kunna få möjlighet att låna inte bara via Riksgälden utan också på marknaden. Riktlinjebeslutet gav inte regeringen eller affärsverken några finansiella befogenheter, utan sådana befogenheter var tvungna att inhämtas med precisa förslag till riksdagen för olika områden.

Luftfartsverkets, Statens järnvägars och Sjöfartsverkets upplåning uppgick vid tiden till stora belopp och avsåg i första hand leasing av anläggningstillgångar, t.ex. fastigheter, rullande materiel och isbrytare. Statens järnvägar och Luftfartsverket hade också andra lån upptagna utanför Riksgälden.

Även om Riksgälden till följd av stordriftsfördelar och statens kreditvärdighet kunde förmodas erbjuda de gynnsammaste lånevillkoren, bedömdes upplåning utanför Riksgälden kunna framstå som gynnsammare i första hand när den hade formen av mer eller mindre komplexa leasingtransaktioner.

Enligt regeringen var det otillfredsställande att särskilda beslut om statens upplåning fattades utan stöd av lagreglering på området. Denna ordning hade lett till otydligheter i fråga om formen för de bemyndiganden regeringen inhämtar från riksdagen att medge affärsverken att låna och placera på marknaden. Regeringen föreslog därför att den upplåning för att finansiera affärsverkens verksamhet och som skedde utanför Riksgälden skulle föras in i lagen om statens upplåning. Därigenom skulle bemyndigandet till affärsverken att ta upp lån på marknaden få ett tydligare rättsligt stöd, samtidigt som lagen blev heltäckande. Någon statlig upplåning vid sidan av lagen om statens upplåning skulle inte finnas. På motsvarande sätt som i fråga om regeringens rätt att låta Riksgälden ta upp lån borde regeringens rätt att låta affärsverken låna på marknaden bygga på årliga bemyndiganden av riksdagen.

3.1.4 Förvaltningen av statsskulden

Efter förslag i ett lagstiftningsärende 1998 om förvaltningen av statsskulden (prop. 1997/98:154) fördes ett mål för statsskuldförvaltningen in i lagen. Målet är att långsiktigt minimera kostnaderna för statens skuld, samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Vidare ska förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Från målet undantogs den skuld som förvaltas av

affärsverken. Vidare infördes nya bestämmelser dels om att regeringen årligen skulle besluta om riktlinjer för statsskuldsförvaltningen efter förslag från Riksgälden och efter synpunkter från Riksbanken, dels om att regeringen i en årlig skrivelse till riksdagen skulle utvärdera statsskuldsförvaltningen. Lagens namn ändrades också till lagen om statens upplåning och skuldförvaltning.

Enligt regeringen var ansvarsfördelningen mellan riksdagen, regeringen och Riksgälden splittrad och ologisk vid tiden för förslaget om ändring. Riksdagen hade lagt fast att huvuddelen av statsskulden skulle avse svenska kronor men inte gjort några övriga ställningstaganden om skuldens sammansättning. Regeringen ansvarade för beslut om valutaupplåningens omfattning, medan beslut om statsskuldportföljens fördelning på resterande skuldslag fattades av Riksgäldens styrelse. Denna ordning innebar att varken riksdagen, regeringen eller Riksgälden hade möjlighet att ta ett samlat grepp om statsskuldportföljens sammansättning. Med hänsyn till de statsskuldspolitiska beslutens stora inverkan på statens finanser ansåg regeringen att riksdagen, liksom tidigare, borde lägga fast statsskuldspolitikens övergripande mål. Därefter borde regeringen, med hänsyn till de mål som riksdagen slagit fast, fortsättningsvis ange riktlinjer för hela statsskuldportföljen och inte enbart valutadelen (prop. 1997/98:154 s. 16).

Riksgäldens styrelse skulle inför regeringens riktlinjebeslut lämna förslag till riktlinjer och därigenom bidra med sin expertis och marknadskännedom. Genom att offentliggöra både Riksgäldens förslag och regeringens beslut skapades förutsättningar för väl genomlysta förslag och beslut och en tydlighet kring motiven bakom statsskuldsförvaltningens inriktning.

Det mål för statsskuldsförvaltningen som fördes in i lagen var detsamma som det då gällande enligt riksdagens beslut (prop. 1990/91:29, bet. 1990/91:FiU4, rskr. 1990/91:38 och prop. 1994/95:100 bil. 8, bet. 1994/95:FiU16, rskr. 1994/95:282), nämligen att långsiktigt minimera kostnaden för upplåningen inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Detta kompletterades med en restriktion med innebörden att risken i statsskuldportföljen ska beaktas.

På grund av statsskuldens ökade betydelse för statens finanser, ökade även riksdagens behov av utvärdering av statsskuldsförvaltningen. Detta var ett motiv till bestämmelsen om att regeringen i en årlig skrivelse till riksdagen skulle utvärdera statsskuldsförvaltningen. Förvaltningen av statens skuld bedömdes också få en mer

framskjuten roll i riksdagsbehandlingen om utvärderingen gjordes i form av en skrivelse än om den skulle ingå som en del av resultatuppföljningen i budgetpropositionen. En särskild skrivelse ansågs också underlätta en samlad bedömning av statsskuldsförvaltningen.

Utöver de ovan behandlade förändringarna slopades kravet på att Riksgälden skulle samråda med Riksbanken inför uppköp av statslån. Motivet till detta var att risken bedömdes som liten för att Riksgälden skulle vilja genomföra transaktioner som försvårade genomförandet av penningpolitiken. Behovet av samråd bedömdes därför som litet. Med hänsyn också till att Riksgälden i sin instruktion hade ett krav på samråd med Riksbanken i frågor av större penningpolitisk betydelse ansågs det sakna grund för att i lag särskilt reglera samrådsformerna för uppköp av statslån (prop. 1997/98:154 s. 30).

3.1.5 En breddad och fördjupad utvärdering av statsskuldsförvaltningen

Efter förslag i budgetpropositionen för 2008 (prop. 2007/08:1 utg.omr. 2) ändrades frekvensen och tidpunkten för regeringens skrivelse till riksdagen med utvärdering av statsskuldsförvaltningen. Från och med 2008 skulle således regeringen senast den 25 april och därefter vartannat år lämna en skrivelse med utvärdering till riksdagen. Förändringen motiverades av att statsskulden fått en minskad budgetmässig betydelse och att skuldpolitiken fått en mer långsiktig natur, vilket medförde att en mer djuplodande utvärdering kunde begränsas till vartannat år.

3.1.6 Möjlighet att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån med olika löptider införs

Inom ramen för ett lagstiftningsärende om stabilitetsstärkande åtgärder för det svenska finansiella systemet (prop. 2008/09:61) infördes 2008 en möjlighet för regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgälden att ta upp lån till staten för att tillgodose behovet av statslån med olika löptider. Åtgärden fick vidtas endast i samråd med Riksbanken och bara om det var påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion (prop. 2008/09:61 s. 66).

Motivet till bestämmelsen var att Riksgälden efter några veckors oro på finansmarknaderna under hösten 2008 efter samråd med Riksbanken gett ut statspapper utöver vad som krävdes för att finansiera statsskulden. Syftet med åtgärden var att motverka en akut brist på statspapper och samtidigt underlätta bankernas och bostadsinstitutens finansiering. Även om efterfrågan på statspapper förutsågs minska till en mer normal nivå ansågs det inte kunna uteslutas att det även i framtiden kunde uppstå situationer med hög efterfrågan på statspapper med anledning av finansiell oro.

3.2 Budgetlagen

3.2.1 Förslaget om en reformerad budgetlag

År 2009 tillkallade regeringen en särskild utredare med uppdrag att göra en översyn av lagen (1996:1059) om statsbudgeten. I uppdraget ingick bl.a. att föreslå en anpassning av lagen till det då pågående arbetet med en reformerad regeringsform. Vidare skulle utredaren pröva vissa närmare angivna frågor och om det fanns behov av anpassningar av lagen till den utveckling som hade skett sedan lagens tillkomst 1996. Regeringens förslag till budgetlag, som antagits av riksdagen, bygger på utredningens betänkande "En reformerad budgetlag" (SOU 2010:18).

Utredningen och regeringen föreslog att regeringens befogenheter och skyldigheter på finansmaktens område skulle samlas i en enda lag, budgetlagen. Därför föreslogs att regleringen i lagen om statens upplåning och skuldförvaltning skulle föras in som ett kapitel i budgetlagen. Enligt regeringen framstod det som naturligt att förena regleringarna i lagen om statsbudgeten och lagen om statens upplåning och skuldförvaltning, som har mycket nära samband med varandra, i en och samma lag. En sådan åtgärd skulle göra budgetlagen heltäckande och också öka medvetenheten om de bestämmelser som fanns i lagen om statens upplåning och skuldförvaltning.

I sitt remissvar över utredningens betänkande hade Riksgälden föreslagit vissa ändringar och tillägg i det föreslagna kapitel 5 i budgetlagen som motsvarar lagen om statens upplåning och skuldförvaltning. Regeringen ansåg dock att det vid tiden för lagstiftningsärendet saknades tillräckligt underlag för några ändringar i de aktuella bestämmelserna.

Bortsett från en redaktionell ändring överfördes bestämmelserna i lagen om statens upplåning och skuldförvaltning i sin helhet som ett femte kapitel i budgetlagen med bibehållen paragrafnumrering.

3.2.2 Budgetlagen

Som framgått av tidigare avsnitt har avsikten med budgetlagen varit att skapa en heltäckande reglering av regeringens befogenheter och skyldigheter på finansmaktens område. Lagen är indelad i elva kapitel där det *första kapitlet* innehåller inledande bestämmelser med lagens tillämpningsområde (1 kap. 1 §), definitioner av vad som avses med statlig verksamhet (1 kap. 2 §) och en målsättningsbestämmelse för statens verksamhet (1 kap. 3 §).

I det *andra kapitlet* samlas bestämmelser om budgetpolitiska mål och utgiftsområden och innehåller bestämmelser om mål för den offentliga sektorns finansiella sparande (2 kap. 1 §), utgiftstak och utgiftsområden (2 kap. 2–4 §§). I det *tredje kapitlet* samlas bestämmelser om budgetering och innehåller bestämmelser om inkomstitlar och anslag (3 kap. 1 och 2 §§), omfattningen av statens budget (3 kap. 3–7 §§) och villkor för ramanslag (3 kap. 8–12 §§). Det *fjärde kapitlet* innehåller bestämmelser om redovisning mot inkomstitlar och anslag (4 kap. 1–4 §§).

Det *femte kapitlet* innehåller, som tidigare framgått, bestämmelser om statens upplåning och skuldförvaltning (5 kap. 1–7 §§). I det *sjätte kapitlet* samlas bestämmelser om ekonomiska åtaganden och utlåning och innehåller bestämmelser om beställningsbemyndiganden (6 kap. 1 och 2 §§) samt utlåning och garantier (6 kap. 3–5 §§).

Det *sjunde kapitlet* innehåller bestämmelser om finansiering av investeringar och utlåning (7 kap. 1–6 §§). I det *åttonde kapitlet* samlas bestämmelser om förvärv och överlåtelse av egendom och innehåller en tillämpningsbestämmelse (8 kap. 1 §), bestämmelser om aktier och andelar (8 kap. 3 och 4 §§), annan lös egendom (8 kap. 5 och 6 §§), krav på affärsmässighet (8 kap. 7 §) och disposition av försäljningsinkomster (8 kap. 8–12 §§).

I det *nionde kapitlet* samlas bestämmelser om uppföljning och prognoser och innehåller bestämmelser om uppföljning (9 kap. 1 §), uppföljning och prognoser avseende överskottsmålet (9 kap. 2 §) och om övriga prognoser (9 kap. 3 §). I det *tionde kapitlet*

samlas bestämmelser om redovisningsskyldighet och revision och innehåller allmänna bestämmelser om redovisning (10 kap. 1 §), bestämmelser om god redovisningssed och rättvisande bild (10 kap. 2 §), resultatredovisning (10 kap. 3 §), redovisning av skatteutgifter (10 kap. 4 §), årsredovisningen för staten (10 kap. 5–10 §§) och revision (10 kap. 11 §). Slutligen, i det *elfte kapitlet* finns en bestämmelse om att regeringen meddelar föreskrifter om genomförandet av statens budget.

3.3 Den svenska statsskulden

3.3.1 Statsskuldens sammansättning och löptid

Utöver de lagar och förordningar som styr Riksgäldens verksamhet beslutar regeringen årligen om riktlinjer för hur statsskulden ska förvaltas. Riktlinjerna styr vilken löptid skulden ska ha och hur den ska fördelas mellan olika skuldslag för att ge rätt avvägning mellan kostnad och risk.

Riktlinjerna styr dock bara vilken *exponering* statsskulden ska ha, inte hur den ska *finansieras*. Riksgäldens skuldförvaltning bygger, enkelt uttryckt, på att myndigheten lånar på det sätt som den uppfattar som billigast och mest effektivt. Riksgälden kompletterar sedan med derivatinstrument (främst terminer och swappar) för att få den skuldportfölj – eller riskexponering – som regeringen anger i riktlinjerna. Riksgälden kan till exempel ge ut ett långfristigt lån med fast ränta i kronor, för att sedan med hjälp av derivatkontrakt se till att det slutliga betalningsåtagandet omvandlas till rörlig ränta i euro. Även den dagliga riskhanteringen av skulden hanteras med hjälp av derivatinstrument. Nedan redogör vi för regeringens riktlinjer för statsskuldsförvaltningen, samt redovisar hur statsskulden är finansierad.

Regeringens riktlinjer för statsskulden (exponering)

Enligt regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2014 ska statsskuldens sammansättning styras mot en valutaandel på 15 procent och en andel real kronskuld på 25 procent (se tabell 3.1). Resterande andel (60 procent) ska utgöras av nominell kronskuld.

Tabell 3.1 Riktmärken för statsskuldens sammansättning och löptid 2014

Skuldslag	
Valutaskuld	15 %
Realskuld	25 %
Nominell kronskuld	60 %
Löptid (räntebindningstid)	
Valutaskuld	0,125 år
Realskuld	7–10 år
Nominell kronskuld	
upp till 12 år till förfall	2,7–3,2 år
Mer än 12 år till förfall	70 mdkr

Löptiden i statsskulden styrs i termer av räntebindningstid. För valutaskulden ska räntebindningstiden vara 0,125 år och för den reala kronskulden 7–10 år. Styrningen av den nominella kronskulden delas in i instrument med kortare respektive längre tid än tolv år till förfall. För instrument med upp till tolv år till förfall ska räntebindningstiden vara 2,7–3,2 år. För instrument med mer än tolv år till förfall är det långsiktiga riktvärdet för den utestående volymen 70 miljarder kronor. I riktlinjerna föreskrivs också att Riksgälden ska beakta refinansieringsrisken i förvaltningen av statsskulden.

Statsskuldens finansiering

Riksgälden lånar i första hand i svenska kronor genom att emittera nominella statsobligationer, realobligationer och statsskuldväxlar. Viss upplåning sker också i utländsk valuta. Riksgälden vänder sig även till privatpersoner genom att emittera premieobligationer och ta emot insättningar på Riksgäldsspar.²

Av den totala statsskulden i december 2013 på 1 277 miljarder kronor uppgick de nominella statsobligationerna till 604 miljarder kronor, realobligationerna till 197 miljarder kronor och upplåningen i utländsk valuta till 221 miljarder kronor (se diagram 3.1).

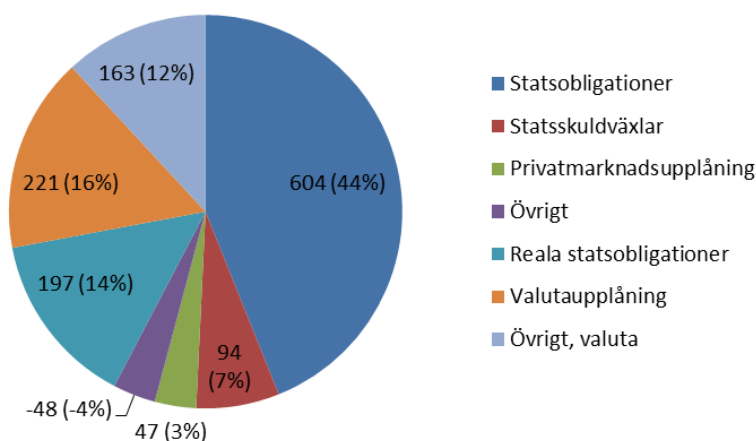
² Riksgälden beslutade under 2013 att avveckla Riksgäldsspar till följd av bristande lönsamhet. Avvecklingen och återbetalningen av pengar kommer att ske under 2015. Konton med fast ränta och löptid längre än 2015 berörs inte av avvecklingsbeslutet utan kommer att löpa till avtalad tidpunkt. Sådana konton är dock stängda för nyteckning sedan 2012.

I den senare siffran ingår de 194 miljarder kronor som Riksgälden har lånat upp för Riksbankens räkning.³

Upplåningen i statsskuldväxlar uppgick till 94 miljarder kronor, medan privatmarknadsupplåningen uppgick till 47 miljarder kronor. Posten "övrigt" uppgick till -48 miljarder kronor, medan posten "övrigt, valuta" uppgick till 163 miljarder kronor. I dessa poster ingår medel i likviditetsförvaltningen, säkerheter och derivatkontrakt i kronor respektive utländsk valuta.

Diagram 3.1 Statsskulden fördelad på olika skuldsdrag, december 2013

Miljarder kronor och procent



Anm. Skulden uppgår totalt till 1 277 miljarder kronor. I posten "Övrigt" ingår likviditetsförvaltning, säkerheter och derivat. I posten "Övrigt, valuta" ingår likviditetsförvaltning, commercial paper (CP), säkerheter och derivat.

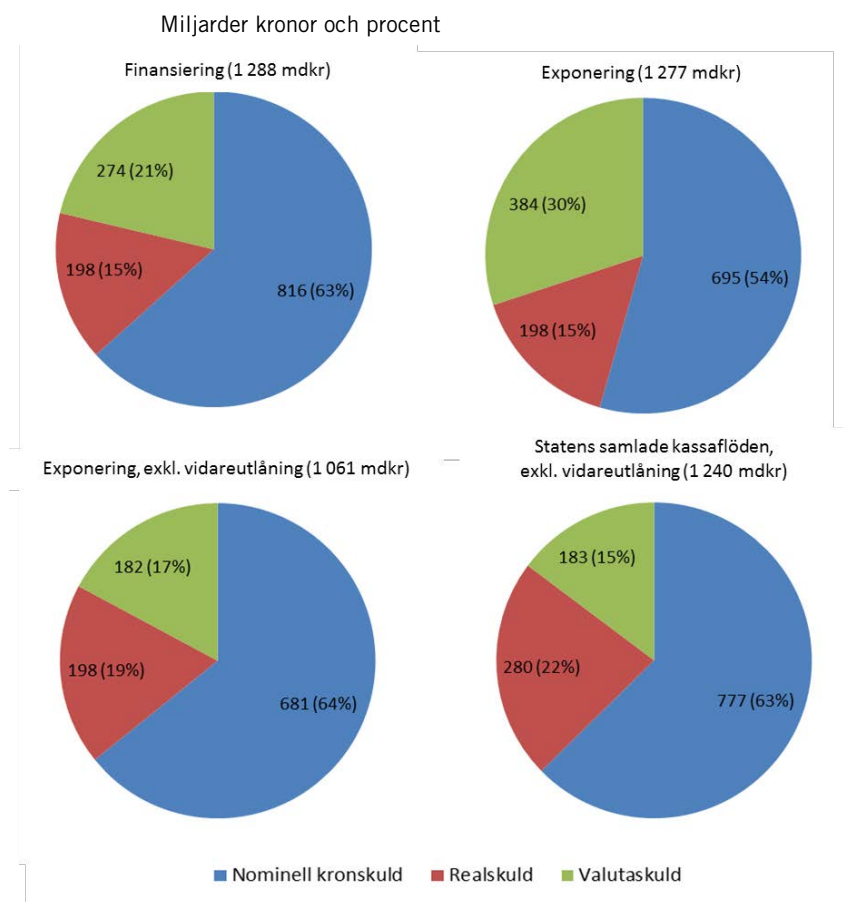
Källa: Riksgälden.

Som vi beskriver i inledningen till det här avsnittet använder sig Riksgälden – utöver den direkta upplåningen – av olika valuta- och räntederivat för att uppnå de andelar och den löptid som regeringen fastställer i sitt riktlinjebeslut. För att illustrera effekten av detta – och tydliggöra skillnaden mellan finansiering och exponering – visar vi ett diagram över statsskulden exklusive respektive inklusive derivatkontrakten (se diagram 3.2). I diagrammet visas även en bild på statsskulden efter att vi har räknat bort Riksgäldens utlåning till

³ Riksgälden har även lånat ut cirka 7 miljarder kronor till Irland och Island.

Riksbanken, Irland och Island. Dessutom visar vi en bild på statskulden såsom den mäts i styrningen av förvaltningen.

Diagram 3.2 Statsskuldens finansiering och exponering mätt på olika sätt, december 2013



Anm. Den första grafen visar värdet på statsskulden mätt utifrån utestående lån, inkl. likviditetsförvaltning och säkerheter. I den andra grafen har vi lagt till derivatinstrumenten. I den tredje grafen har vi räknat bort Riksgäldens vidareutlåning till Riksbanken, Irland och Island. Den sista grafen visar statsskulden såsom den mäts i styrningen av förvaltningen, dvs. mätt enligt SSK-måttet (statens samlade kassaflöden).

Källa: Riksgälden och egna beräkningar.

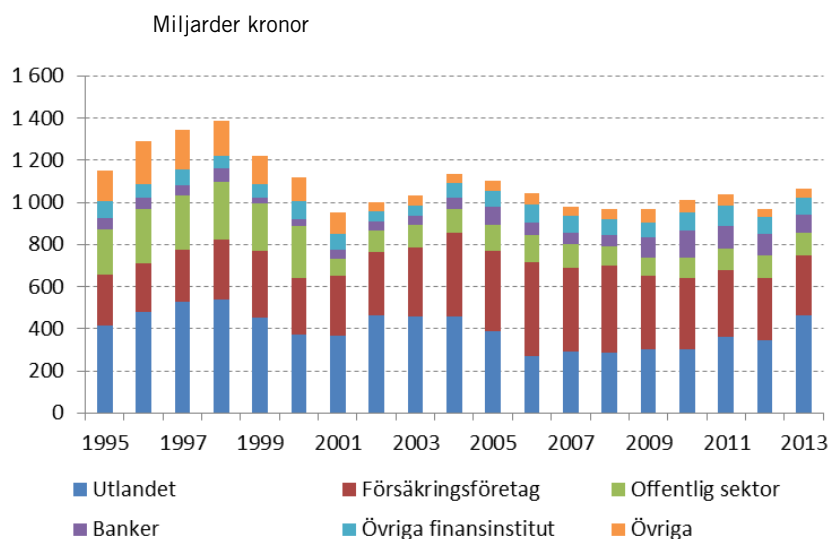
I den första grafen i diagrammet visas den direkta upplåningen *exklusive* derivatinstrument (dvs. bara lånen). I den andra grafen visas upplåningen *inklusive* derivatinstrument (dvs. såsom statskulden mäts i det officiella statsskuldsmåttet). I den tredje grafen

visas upplåningen efter att Riksgäldens fodringar på Riksbanken, Irland och Island har räknats bort (dvs. exkl. vidareutlåningen). I den fjärde grafen visas statsskulden såsom den mäts i styrningen av förvaltningen, dvs. mätt som statens samlade kassaflöden (SSK).

3.3.2 Statens långgivare

Den största ägarkategorin bland svenska investerare av svenska statsobligationer är försäkringsföretag. I september 2013 uppgick marknadsvärdet på deras innehav till 285 miljarder kronor, eller motsvarande 27 procent av den totala utestående volymen på 1 064 miljarder kronor (se diagram 3.3). Andra ägarkategorier är den offentliga sektorn (inklusive AP-fonderna), banker och andra finansinstitut. Bland dessa utmärker sig bankerna. Bankerna har sedan mitten av 2009 nästan fördubblat sina innehav av svenska statsobligationer. Störst innehav av statsobligationer hade bankerna 2010, dvs. mitt under finanskrisen.

Diagram 3.3 Statens långgivare, 1995–2013*



Anm. * 2013 t.o.m. september. I obligationsstocken ingår nominella obligationer, reala obligationer, obligationer utgivna i utländsk valuta och premieobligationer. Obligationerna mäts till marknadsvärde. I kategorin "Försäkringsföretag" ingår försäkringsbolag, pensionsstiftelser, understödsföreningar, och premiepensionssystemet. I "Offentlig sektor" ingår staten, kommuner och socialförsäkringssektorn inkl. AP-fonderna. I "Övriga finansinstitut" ingår bostadsinstitut, företags- och kommuninstitut, övriga kreditmarknadsföretag, andra finansinstitut och Riksbanken. I "Övriga" ingår icke-finansiella företag, hushåll och icke-vinstdrivande organisationer.

Källa: Finansräkenskaperna, Statistiska centralbyrån.

En annan stor ägarkategori är utländska investerare. I september 2013 uppgick deras innehav till 462 miljarder kronor, eller motsvarande 43 procent av den totala utestående volymen. De utländska investerarna utgörs troligen till stor del av utländska försäkringbolag och banker, men även av centralbanker och så kallade sovereign wealth funds. Enligt Riksgälden har de sistnämnda ökat sina innehav av svenska statspapper till följd av den statsfinansiella oron i euroområdet.⁴

Vilka som investerar i statspapper, och hur deras placeringsstrategi ser ut, har betydelse för aktiviteten i andrahandsmarknaden. Om investerarna är aktiva och köper och säljer sina innehav regelbundet ökar aktiviteten – och därmed likviditeten – på statspappersmarknaden. Men om investerarna behåller statspapperen i sina portföljer till förfall så sjunker aktiviteten. Frågan om omsättning och likviditet diskuteras närmare i kapitel 5.

Faktaruta: Olika mått på statsskulden

Statsskulden kan mätas på flera olika sätt beroende på vad syftet med mätningen är. Framför allt brukar man skilja på om statsskulden mäts brutto eller netto. Om statsskulden mäts *brutto* räknas bara statens skulder med i måttet. Om statsskulden däremot mäts *netto*, så räknas statens tillgångar bort. Staten kan dock äga många olika sorters tillgångar – både reala och finansiella – så beroende på vilka tillgångar som räknas bort kan spannvidden mellan olika nettomått bli stor.

Den okonsoliderade statsskulden

Det vanligaste måttet på statsskulden är den okonsoliderade statsskulden. Detta är också det officiella statsskuldsmåttet. Det är ett bruttomått som inkluderar alla lån och alla andra finansiella instrument som Riksgälden har tagit upp eller ingått avtal om för statens räkning. Det mäter storleken på den utestående stocken av statspapper och är därför det mått som är mest relevant för utredningen att använda. Låneinstrumenten i den okonsoliderade statsskulden värderas till nominellt slutvärde.

⁴ Se även IMF:s Global Financial Stability Report från april 2012, kap. 2, för en diskussion om centralbankers och sovereign wealth funds betydelse för efterfrågan på statsobligationer globalt.

Den konsoliderade statsskulden

Ett annat vanligt mått är den konsoliderade statsskulden. Det är ett nettomått som regeringen vanligen använder sig av, t.ex. i årsredovisningen för staten och i budgetpropositionen. Det beräknas enligt samma principer som den okonsoliderade statsskulden, men med den skillnaden att statliga myndigheters innehav av statspapper (s.k. internstatligt ägande) räknas bort. Den konsoliderade statsskulden är med andra ord ett mått på hur stor statens skuld är till *externa* långivare.

Skillnaden mellan den okonsoliderade och den konsoliderade statsskulden är dock inte så stor. Vid slutet av 2012 var den okonsoliderade statsskulden cirka 30 miljarder kronor högre än den konsoliderade statsskulden.

Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskulden)

Ett mått som ofta används i internationella jämförelser är den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskulden). I det måttet ingår hela den offentliga sektorn, dvs. stat, kommuner, landsting och det allmänna pensionssystemet. Maastrichtskulden är konsoliderad såtillvida att sektorns egna innehav av stats- och kommunpapper räknas bort (s.k. internt ägande). Måttet tas fram av alla EU-länder och beräknas med hjälp av samma regler enligt villkor som är angivna i Maastrichtfördraget. För svenska förhållanden innebär definitionen att skulden består av statsskulden och den kommunala sektorns skulder på kapitalmarknaden, med avdrag för AP-fondernas innehav av statsobligationer.

För Sveriges del uppgick Maastrichtskulden till 1 358 miljarder kronor eller 38,2 procent av bruttonationalprodukten (BNP) vid slutet av 2012. Det kan jämföras med den okonsoliderade statsskulden som uppgick till 1 153 miljarder kronor eller 32,1 procent vid samma tidpunkt.

3.3.3 Den offentliga sektorns balansräkning

När statsskuldspolitik diskuteras utgår man oftast från statens finansiella bruttoskuld. Det gör även vi i den här utredningen. Men det kan ändå vara intressant att titta på hur den samlade offentliga sektorns balansräkning ser ut. I tabell 3.2 redovisar vi den offentliga sektorns finansiella balansräkning per den 31 juli 2013.⁵

Tabell 3.2 Den offentliga sektorns finansiella tillgångar och skulder, 31 juli 2013

Miljarder kronor

	Stat	Kommuner	Socialförsäkring	Totalt
Finansiella tillgångar	1 301	486	1 048	2 835
Finansiella skulder	1 416	475	46	1 937
Netto	-115	11	1 002	898

Källa: Finansräkenskaperna, Statistiska centralbyrån.

Av tabellen framgår att staten inte bara har skulder, utan även finansiella tillgångar till ett värde av 1 301 miljarder kronor. Sammantaget överstiger dock skulderna tillgångarna med 115 miljarder kronor. Övriga delar av den offentliga sektorn har däremot en positiv finansiell nettoförmögenhet. Kommunerna har 11 miljarder kronor och socialförsäkringssektorn 1 002 miljarder kronor. Sammantaget uppgår den offentliga sektorns finansiella nettoförmögenhet till 898 miljarder kronor.

⁵ Den offentliga sektorn har även *reala* tillgångar (t.ex. byggnader, anläggningar, vägar, etc.). Dessa är dock svåra att värdera eftersom det inte finns något väldefinierat marknadsvärde för dem. Vi nöjer oss därför med att titta på den offentliga sektorns *finansiella* balansräkning. I Nationalräkenskaperna finns dock skattningar på den offentliga sektorns reala tillgångar.

4 Statsskulden minskar

Den svenska statsskulden har minskat kraftigt som andel av bruttonationalprodukten (BNP) sedan krisåren på 1990-talet. Då var statsskulden 77 procent av BNP; i december 2013 var motsvarande siffra 35 procent. Om det nuvarande budgetpolitiska ramverket med ett överskottsmål för den offentliga sektorns finansiella sparande ligger fast – och uppfylls – kommer statsskulden att fortsätta att minska.

I det här kapitlet undersöker vi hur statsskulden skulle kunna utvecklas i ett sådant scenario. Utredningen tar inte ställning till om överskottsmålet kommer att ligga fast eller inte, eller i vilken utsträckning som det kommer att uppfyllas. Det är ett politiskt beslut som kan påverkas av en rad faktorer. Utredningen vill där-
emot belysa konsekvenserna för statsskuldsförvaltningen om stats-
skulden fortsätter att minska.

Kapitlet inleds med en beskrivning av hur statsskulden har utvecklats historiskt, samt regeringens prognos för åren 2014–17. Därefter följer en beskrivning av hur statsskulden kan komma att utvecklas i ett läge där överskottsmålet varaktigt uppfylls.

4.1 Statsskuldens utveckling och kostnad

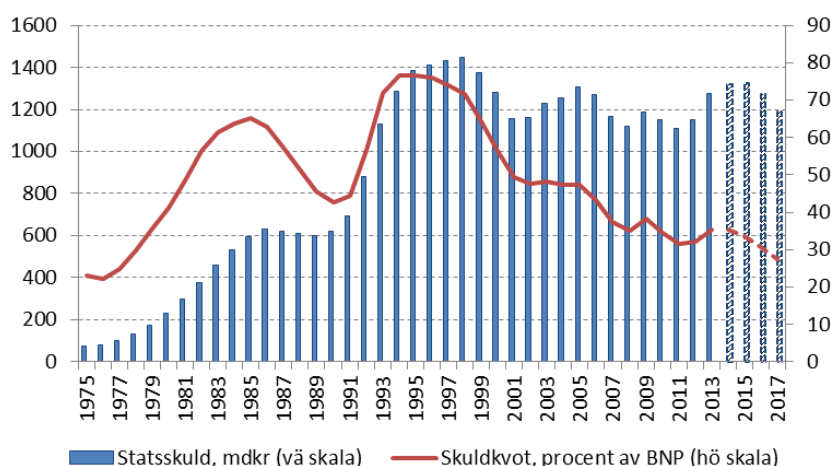
4.1.1 Statsskulden har minskat sedan 1990-talskrisen

Den svenska statsskulden har varierat kraftigt över tiden. I diagram 4.1 visas statsskuldens utveckling från 1975 och framåt. Staplarna visar nivån på statsskulden, medan linjen visar skulden som andel av BNP. De streckade staplarna och den streckade linjen är regeringens senaste prognos för statsskulden 2013–17.¹

¹ Prop. 2013/14:1 *Budgetproposition för 2014*.

Diagram 4.1 Statsskuldens utveckling och prognos, 1975–2017

Miljarder kronor och procent av BNP



Anm. i) År 2012 införde Riksgälden ett nytt sätt att mäta statsskulden. Mätt på det nya sättet blir statsskulden generellt sett något högre. Exempelvis är statsskulden 2011 cirka 50 miljarder kronor högre mätt på det nya sättet. I diagrammet redovisas det gamla måttet för åren innan 2012 och det nya måttet efter 2012. ii) De streckade staplarna och den streckade linjen visar regeringens prognos för statsskulden 2013–17.

Källa: Riksgälden och Budgetpropositionen för 2014 (prop. 2013/14:1).

Som framgår av diagrammet uppgick statsskulden till 22 procent av BNP i mitten av 1970-talet. Sverige hade då upplevt en lång period med nästintill oavbruten tillväxt sedan andra världskriget. I och med oljekrisen 1973 leddes dock världen in i en djup lågkonjunktur. Stål- och varvskriserna drabbade Sverige hårt. Den svenska industrin brottades med stora kostnadsökningar och den svenska konkurrenskraften urholkades. Även statsbudgeten visade stora underskott och statsskulden växte snabbt.

År 1985 hade statsskulden stigit till 65 procent av BNP. För att finansiera underskotten lånade staten i utlandet och räntorna på lånen växte snabbt, inte minst på grund av de återkommande devalveringarna. Mellan 1976 och 1982 devalverades kronan fem gånger i syfte att förbättra exportindustrins konkurrenskraft och få fart på ekonomin.

Några år in på 1980-talet vände konjunkturen uppåt igen. Nu följde en tid av hög ekonomisk tillväxt. Detta bidrog till att stats-

skulden började minska igen. Denna utveckling fortsatte fram till 1990 då statsskulden hade sjunkit tillbaka till 43 procent av BNP.

I början av 1990-talet kom nästa vändning. Då drabbades Sverige av en omfattande fastighets- och finanskris, som utmynnade i en djup lågkonjunktur med kraftigt fallande konsumtion och stigande arbetslöshet. Under krisåren 1991–1993 minskade BNP med över fem procent. Statsfinanserna belastades hårt; 1993 uppgick budgetunderskottet till 13 procent av BNP och statsskulden växte kraftigt. På bara fyra år – från 1990 till 1994 – ökade statsskulden i förhållande till BNP med 34 procentenheter. I absoluta tal nådde statskulden sin högsta nivå 1998. Statsskulden uppgick då till 1 450 miljarder kronor, vilket är mer än dubbelt så mycket som 1990. Även denna gång lånade staten stora belopp i utlandet för att finansiera underskotten. Räntebetalningarna på statskulden uppgick till över 100 miljarder kronor per år när det var som värst.

Under senare delen av 1990-talet började ekonomin att återhämta sig, mycket tack vare det stora kronfallet i samband med att den fasta växelkurspolitiken övergavs 1992, något som gynnade den svenska exportindustrin.² Dessutom genomfördes under 1994–1997 en omfattande budgetsanering med sparåtgärder på sammanlagt 120–130 miljarder kronor. Samtidigt skärptes det budgetpolitiska ramverket. Bland annat infördes ett utgiftstak för staten och ett överskottsmål för den offentliga sektorns finansiella sparande.

Som en följd av detta minskade budgetunderskotten successivt och vändes så småningom till ett överskott kring millennieskiftet. Statsbudgeten fick även draghjälp från intäktssidan. Staten hade exempelvis stora skatteintäkter till följd av den kraftiga börsuppgången under slutet av 1990-talet. Överskotten förstärktes också av inkomster från försäljningar av bl.a. andelar i Telia AB, samt överföringar från AP-fonderna i samband med att det nya allmänna pensionssystemet sjösattes. Detta ledde sammantaget till att statskulden började minska i slutet av 1990-talet. Denna utveckling fortsatte fram till 2011 då statsskulden uppgick till 1 100 miljarder kronor eller motsvarande 32 procent av BNP.

Därefter har statsskulden ökat igen, främst till följd av Riksgäldens vidareutlåning till Riksbanken. I slutet av 2013 uppgick statskulden till 1 277 miljarder kronor, eller motsvarande 35 procent av BNP.

² Hösten 1992 upplevde Sverige en valutakris som kulminerade i den fasta växelkurspolitiken övergavs. Detta fick kronan att rasa i värde. Exempelvis tappade den cirka 25 procent mot D-marken och cirka 40 procent mot dollarn.

4.1.2 Regeringens prognos pekar på att statsskulden minskar

Blickar vi framåt pekar regeringens prognoser på att statsskulden kommer att fortsätta minska på sikt.³ Visserligen har statsskulden ökat med drygt 120 miljarder kronor under 2013, men det beror främst på Riksgäldens ökade upplåning för att tillgodose Riksbankens behov av valutaserv. De svenska statsfinanserna har däremot klarat sig relativt väl i den globala lågkonjunktur som följde efter finanskrisen 2008–09. Skatteintäkterna har visserligen minskat – både till följd av konjunkturavmattningen och till följd av skattesänkningar – men samtidigt har också utgifterna minskat. Dessutom har statsskulden minskat till följd av vissa engångsposter, t.ex. försäljningen av statens återstående aktier i Nordea under 2013.

Enligt regeringens prognoser kommer statsskulden att fortsätta öka något under 2014 och 2015, för att sedan minska igen till cirka 1 190 miljarder kronor 2017. Det motsvarar en skuldkvot på 27 procent av BNP. Så låg har skuldkvoten inte varit sedan 1976.

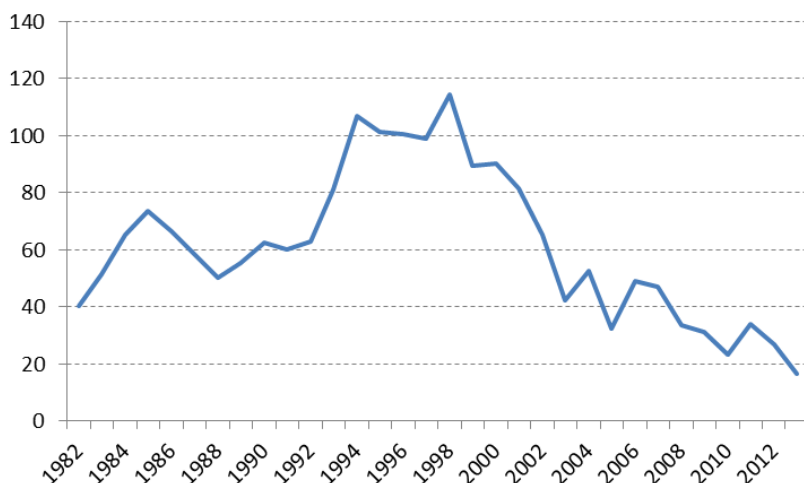
4.1.3 Räntebetalningarna är rekordlåga

I takt med att statsskulden har minskat har även räntebetalningarna sjunkit (se diagram 4.2). Under åren efter krisen på 1990-talet uppgick räntebetalningarna till över 100 miljarder kronor per år. År 2013 beräknas motsvarande siffra uppgå till 16 miljarder kronor.

³ Prop. 2013/14:1, *Budgetpropositionen för 2014*.

Diagram 4.2 Statens räntebetalningar, 1982–2013

Miljarder kronor



Källa: Riksgälden.

Till denna utveckling har även lägre räntenivåer bidragit. De nuvarande räntenivåerna är rekordlåga sett i ett historiskt perspektiv. Under 2013 (mätt fram till november) lånade Riksgälden till en snittränta på 2,12 procent i sin tioåriga obligation. I november 2013 emitterade myndigheten en treårig obligation för 1 miljard euro till en ränta på 0,353 procent.

De låga räntenivåerna beror dels på en mycket expansiv penningpolitik runt om i världen där centralbankerna har försökt att dämpa effekterna av den globala finanskrisen, dels på en ökad efterfrågan på statspapper utgivna av svenska staten. De starka svenska statsfinanserna har gjort svenska statspapper till ett attraktivt investeringsalternativ i en tid av finansoro och statsfinansiell kris i delar av euroområdet.

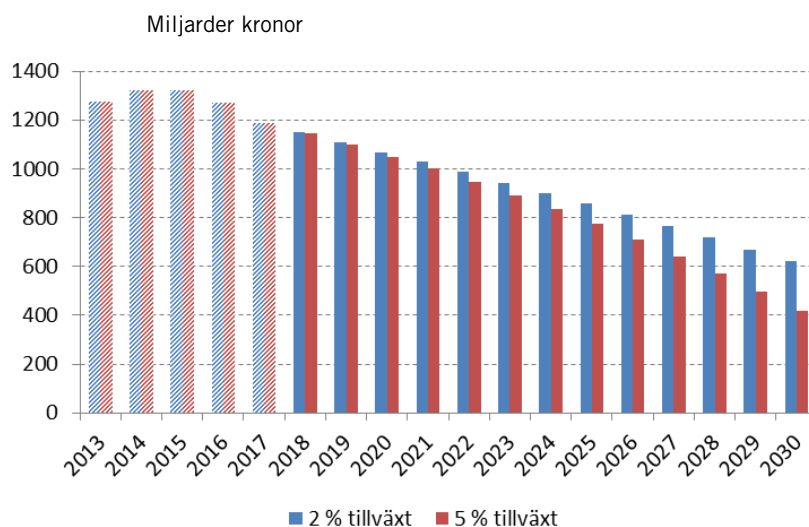
4.2 Om överskottsmålet uppfylls kommer statsskulden att minska ytterligare

Överskottsmålet är ett budgetpolitiskt mål som anges i termer av det finansiella sparandet för hela den offentliga sektorn, dvs. staten, kommuner, landsting och det allmänna pensionssystemet. Enligt

fastställt mål ska den offentliga sektorns finansiella sparande – dvs. inkomster minus utgifter – i genomsnitt uppgå till 1 procent av BNP över en konjunkturcykel.

För att illustrera effekten av överskottsmålet på statsskulden presenterar vi en konsekvensberäkning i diagram 4.3, där vi antar att överskottsmålet kommer att uppnås varje år framöver.⁴ I beräkningarna antar vi att överskottet uppstår helt i den statliga sektorn.⁵ Vi antar också att det inte kommer att ske några privatiseringar under perioden.⁶ Beräkningen startar år 2017. För åren 2013–2017 redovisar vi regeringens prognoser för statsskuldens utveckling (prop. 2013/14:1).

Diagram 4.3 Konsekvensberäkning av statsskuldens utveckling, 2013–2030



Anm.: För 2013 – 17 visas utfall och regeringens prognoser.

Källa: Budgetpropositionen för 2014 (prop. 2013/14:1) och egna beräkningar.

⁴ Liknande och mer förfinade beräkningar finns även i regeringens proposition 2012/13:100, 2013 års ekonomiska vårproposition, med tillhörande promemoria "Utvecklad bedömning av finanspolitikens långsiktiga hållbarhet"; samt i Konjunkturinstitutet (2012): *Konjunkturinstitutets beräkningar över de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet*, rapport nr 18. Se också regeringens skrivelse 2011/12:104, *Utvärdering av staten upplåning och skuldförvaltning 2007-2011*.

⁵ I verkligheten kan detta variera från år till år, men på lång sikt är det ett ganska rimligt antagande eftersom kommunerna har ett balanskrav på sig och pensionssystemet är tänkt att balansera över tid.

⁶ Regeringen har för närvarande riksdagens bemyndigande att minska eller avveckla ägandet i Bilprovningen, Bostadsgaranti, Lernia, Orio (tidigare Saab Automobil Parts), SAS och SEK (Svensk Exportkredit). Om detta sker kommer statsskulden att minska ytterligare.

Som framgår av diagrammet beräknas statsskulden minska till mellan 420 och 620 miljarder kronor år 2030 beroende på hur snabbt BNP växer. Överskottsmålet är ju uttryckt i procent av BNP, så om BNP växer snabbare så minskar också statsskulden snabbare. I exemplet har vi räknat på två alternativa tillväxtscenarier: två respektive fem procents nominell tillväxt.

Det bör noteras att om Riksbankens eget kapital minskas såsom föreslås i betänkandet "Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning" (SOU 2013:9), beräknas 73 miljarder kronor föras över från Riksbanken till statsbudgeten. Det innebär att statsskulden i så fall skulle minska med ytterligare 73 miljarder kronor. Statsskulden kan även komma att minska med cirka 200 miljarder kronor om Riksbanken betalar tillbaka de lån som Riksgälden har tagit upp för Riksbankens räkning i syfte att förstärka valutareserven.

4.3 Lånebehovet kan svänga snabbt

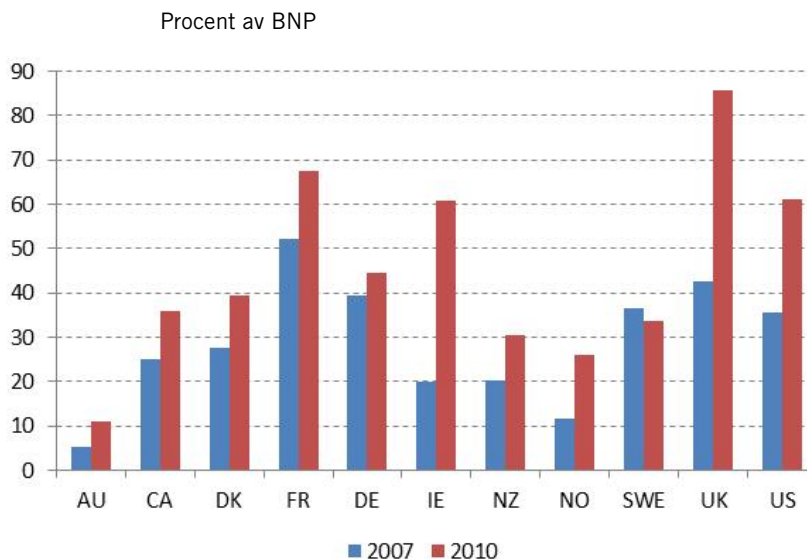
Att statsskulden minskar är i grunden någonting positivt för en stat. Ränteutgifterna för skulden sjunker samtidigt som statens handlingsutrymme för att möta ekonomiska chocker genom att ta upp nya lån ökar. Men det ställer också statsskuldspolitiken inför nya utmaningar eftersom en alltför låg statsskuld eller ett alltför lågt lånebehov kan leda till att etablerade marknader och upplåningskanaler tunnas ut eller försvinner. Detta är en fråga som vi diskuterar närmare i kapitel 5.

Hur troligt är det då att statsskulden kommer att fortsätta att minska? Svaret är att det är svårt att bedöma. Lånebehovet beror ju både på den budgetpolitiska inriktningen och på den ekonomiska utvecklingen. Vi menar dock att även om det budgetpolitiska ramverket ligger fast och statsskulden fortsätter att minska går det inte att utesluta att det kan uppstå situationer då statsbudgeten utsätts för påfrestningar. Historien visar att lånebehovet kan svänga snabbt även om statsfinanserna är goda. Det såg vi inte minst under den globala finanskrisen 2008–09 då lånebehovet, och därmed statsskulden, steg kraftigt i många länder runt om i världen.

Ett tydligt exempel på hur snabbt statsskulden kan stiga är Irland. Där ökade statsskulden från 23 procent av BNP 2007 till 104 procent 2012. Men även i andra länder, som inte drabbades lika hårt av finanskrisen, steg statsskulden kraftigt. Det illustreras av

diagram 4.4 som visar statsskulden i förhållande till BNP för ett antal länder före och efter finanskrisen. I många av länderna har statsskuldskvoten fortsatt att stiga även efter 2010.⁷

Diagram 4.4 Statsskuld som andel av BNP för utvalda länder, 2007 och 2010



Källa: OECD iLibrary.

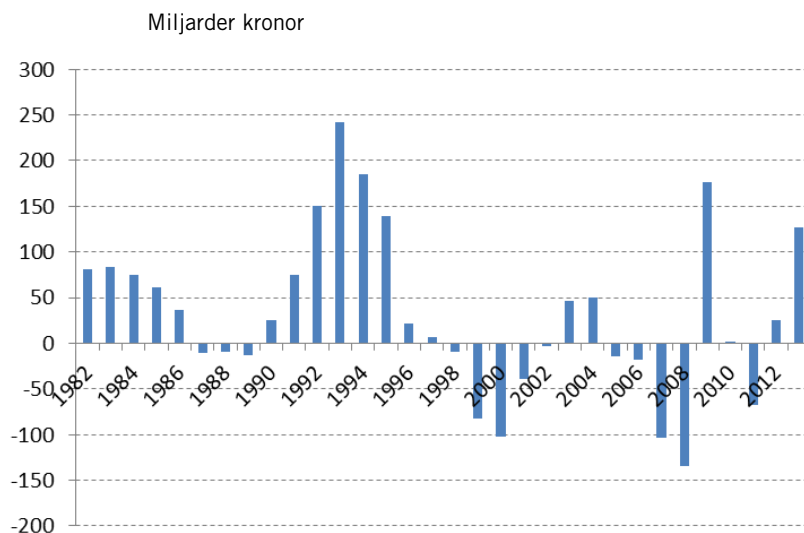
Även erfarenheterna i Sverige under industrikrisen på 1970-talet och fastighets- och finanskrisen på 1990-talet visar på hur snabbt statsskulden kan öka när statsfinanserna sätts under press. Av diagram 4.1 framgår att statsskulden mer än sjufaldigades mellan 1975 och 1985, och att den mer än fördubblades mellan 1989 och 1998.

Ett annat sätt att illustrera hur snabbt statsfinanserna kan svänga ges av diagram 4.5. Det visar utvecklingen i statens nettolånebehov (dvs. statsbudgetens saldo med omvänt tecken) under perioden 1982 och 2013. Under denna period varierade lånebehovet mellan drygt 240 miljarder kronor 1993 (dvs. budgetunderskott) och minus 135 miljarder kronor 2008 (dvs. budgetöverskott). De stora

⁷ I diagrammet underskattas effekten av krisen på svenska statsfinanser av att statsbudgeten visade ett överskott på 135 miljarder kronor 2008. Det svängde om till ett underskott på 176 miljarder kronor 2009. Se diagram 4.5 nedan.

svängningarna beror dels på att statsfinanserna är konjunktur-känsliga, dels på tillfälliga effekter som t.ex. överföringen från AP-fonderna 2000, extrautdelningen från Riksbanken 2002, inkomster från försäljning av statlig egendom vid olika tillfällen och vidareutlåning till Riksbanken 2009 och 2013.

Diagram 4.5 Statens nettolånebehov, 1982–2013



Anm.: Diagrammet visar statens lånebehov som uppstår på grund av över- och underskott i statsbudgeten. Detta kallas ibland statens nettolånebehov. Läger man till den upplåning som staten gör för att finansiera förfallande lån får man statens bruttolånebehov.

Källa: Riksgälden.

Det bör också påpekas att även om statsbudgeten går med överskott kommer staten att behöva låna för att refinansiera förfallande lån. Hur stora belopp det rör sig om beror på hur stor skulden är till att börja med och hur mycket av skulden som förfaller varje år. Enligt Riksgälden beräknas refinansieringsbehovet för 2014 uppgå till 341 miljarder kronor och för 2015 till 413 miljarder kronor.⁸ Det motsvarar omkring 25–30 procent av den totala skulden.

⁸ Riksgälden (2013): *Statsupplåning – prognos och analys 2013:3*.

5 Konsekvenser av en minskande statsskuld

I det här kapitlet beskriver vi hur statspappersmarknaden i Sverige fungerar och analyserar vilken roll statspapper har i det finansiella systemet. Kapitlet inleds med en beskrivning av statspappers egenskaper och hur statspappersmarknaden är organiserad. Därefter tittar vi på statspappers roll kopplat till den finansiella stabiliteten med avseende på såväl ny reglering som säker tillgång. Till sist diskuterar vi olika konsekvenser av ett minskat utbud av svenska statspapper. Det bör noteras att vi endast tittar på en situation där Sverige har en inhemsk statspappersmarknad i svenska kronor. Den dag Sverige inför euron som valuta kommer situationen att vara en annan.¹

5.1 Statspapper

Statspapper karaktäriseras normalt av att de inte är förenade med lika stora risker som andra räntebärande värdepapper. De risker man syftar på är ränterisk, inflationsrisk, kreditrisk och likviditetsrisk. Risken i svenska nominella statspapper är i huvudsak begränsad till ränterisk och inflationsrisk. Statspapper utgivna i den egna valutan har förhållandevis låg kreditrisk så länge staten sköter sina finanser och har allmänhetens förtroende. Likviditetsrisken, dvs. risken för en investerare att inte snabbt kunna avyttra värdepappret, är också begränsad då det finns breda och djupa marknader och de flesta investerarna är beredda att hålla svenska statspapper även när det råder finansiell oro.

¹ För en beskrivning av hur Riksgäldens upplåningspolicy skulle kunna förändras den dag Sverige går med i valutaunionen, se Riksgälden: *Upplåningspolicy vid ett medlemskap i valutaunionen* och *Små låntagares upplåning i EMU*, Statsupplåning – prognos och analys, 2013:2.

Statspappers egenskaper, dvs. ett räntepapper med låg kreditrisk och god likviditet, gör att många investerare ser statspapper som en alternativ placering till kassa. Den högre avkastning de erhåller på längre löptider avspeglar i första hand osäkerhet om framtida räntor och inflation. Staten har också på grund av sin låga kreditrisk en relativt unik position i att kunna låna på långa löptider. Statspapper utgör därför ofta matchningsinstrument för t.ex. livförsäkringsbolag som har långa garanterade åtaganden.

5.2 Statspappersräntan som riskfri jämförelseränta

För att fatta ekonomiska beslut – oavsett om det gäller ett investeringsbeslut, att värdera ett företag eller att prissätta en finansiell tillgång – behöver man ofta en jämförelseränta, helst en riskfri ränta. Den riskfria räntan är den avkastning man kan erhålla utan att ta någon risk.

Det vanligaste är att man använder sig av statspappersräntan som riskfri ränta. Statspapper har normalt sett ingen eller mycket låg kreditrisk vilket gör att statspappersräntan är ett bra mått på den riskfria räntan. Statspapper är dessutom oftast enkelt konstruerade och standardiserade. De är också ofta mycket likvida vilket innebär att de kan omsättas snabbt och till stora belopp utan att priset påverkas i alltför stor utsträckning. Det är därför möjligt att utifrån statspappersinstrumenten skapa en avkastningskurva som är relevant i den meningen att den väl avspeglar rådande ekonomiska förhållanden och innehåller så lite andra störningar som möjligt.

I Sverige används statspappersräntan frekvent som referensränta vid värdering av olika finansiella instrument såsom bostads- och företagsobligationer. Däremot utgör statspappersräntan sällan bas i finansiella kontrakt, t.ex. lån och olika derivatkontrakt. Det förklaras främst av att de aktörer som ingår kontrakt ofta önskar koppla kontraktet till sin egen refinansieringsränta.

En myndighet som använder statspappersräntan som referensränta är Skatteverket. Skatteverket använder den s.k. statslåneräntan för att beräkna schablonintäkter vid kapitalvinstbeskattning av vissa sparformer, till exempel för ett investeringssparkonto eller en kapitalförsäkring. Statslåneräntan baseras på den genomsnittliga marknadsräntan på statsobligationer med en återstående löptid på minst fem år och beräknas av Riksgälden.

I Sverige är det också vanligt att den tioåriga statsobligationsräntan används som bas för att beräkna riskpremien vid t.ex. företags- och aktievärdering. Enligt en enkätundersökning bland riskkapitalister, förvaltare, fondkommissionärer och andra aktörer som värderar företag använder sig 64 procent av den tioåriga statsobligationsräntan som riskfri referensränta, tio procent av den femåriga statsobligationsräntan och 26 procent av någon annan referensränta.² Noterbart är att andelen som använder annan referensränta har stigit under de senaste åren. När skäl anges är det främst att statsobligationsräntan i dagsläget bedöms vara för låg för att kunna användas som en långsiktig riskfri referensränta. Av svaren framgår att när räntan är påverkad av faktorer som inte bedöms vara långsiktigt hållbara används den i mindre utsträckning som referensränta, i alla fall inte utan handpåläggning.

5.3 Likviditet är grundläggande i statspapper

Likviditet är ett mångtydigt begrepp, men i samband med handel i statspapper (och andra värdepapper) kan det delas upp i fyra olika delkomponenter. *Djup* beskriver hur mycket en investerare kan köpa eller sälja utan att förändra priset. Ofta görs en distinktion mellan orderdjup och marknadsdjup. Orderdjup avser hur stora kvantiteter som normalt sett kan handlas till angivna köp- och säljkurser. Marknadsdjup avser den totala volymen av alla order till samma pris. *Bredd* beskriver kostnaden för att först köpa och sedan omedelbart sälja en viss kvantitet. I princip är detta skillnaden mellan köp- och säljkursen inkl. övriga transaktionskostnader i form av courtage och andra avgifter. *Omedelbarhet* avser hur snabbt en marknadsaktör kan genomföra en viss transaktion. *Återhämtningsförmåga* beskriver hur snabbt priser återvänder till det fundamentala värdet vid en temporär likviditetsstörning. En likvid marknad karaktäriseras således av stort djup, liten bredd, hög omedelbarhet och god återhämtningsförmåga.

Likviditet i ovanstående bemärkelser uppstår vanligen inte spontant utan förutsätter att det finns aktörer, system, lagregler etc. som gör det möjligt för köpare och säljare att få kontakt med varandra. Normalt i en marknad med många aktörer på både köp och säljsida löses likviditetsbehovet genom att handeln organiseras på en orderdriven, anonym, öppen, övervakad och transparent

² PwC (2013): *Riskpremien på den svenska aktiemarknaden*.

marknadsplats. Ett stort antal kontinuerliga intressen av någorlunda samma storlek fyller orderboken och avslut sker med en hög frekvens, till låga transaktionskostnader. Typexemplet på en sådan marknadsplats är en aktiebörs.

Även på penning- och obligationsmarknader sker handel till viss del via börser, t.ex. för standardiserade derivatkontrakt med obligationer eller standardiserade placeringsperioder som underliggande instrument.

Ofta handlas ett antal standardlöptider för att koncentrera likviditeten, eftersom kraven på likviditet i statspapper är högt ställda. Ett bra exempel på en likvid och transparent marknad med hög effektivitet är de 2-, 5- och 10-åriga futures-kontrakten med tyska statsobligationer som underliggande och leveransbara tillgångar. Handel sker på den tyska derivatbörsen Eurex. Räntorna på marknaden i obligationer utgivna i euro sätt i relation till dessa kontrakt. De marknadsgaranter som handlar eurodenominerade obligationer kan snabbt och effektivt justera riskerna i sina portföljer med hjälp av futures-kontrakten. Det betyder i sin tur att övriga aktörer normalt kan handla obligationer till någorlunda genomlysta spreadar eller premier i relation till de likvida kontrakten. Denna handel sker dock normalt inte på börser utan via telefon eller elektroniska handelsplattformar.

I den svenska penning- och obligationsmarknaden sker inte handeln via en orderdriven börs utan likviditet genereras av marknadsgaranter (eng. market makers). Den svenska marknaden i form av antalet aktörer och volymer är sannolikt för liten för att en börsdriven handel ska kunna ske med godtagbar aktivitet, se ruta "Misslyckat försök".

5.4 Den svenska primär- och sekundärmarknaden i statspapper

Riksgälden emitterar statsskuldväxlar och statsobligationer för att finansiera statsskulden. Normalt emitteras statsobligationer varannan vecka och villkoren annonseras en vecka i förväg. Emissionerna sker genom ett auktionsförfarande där endast Riksgäldens auktoriserade återförsäljare får delta. Detta brukar kallas *primärmarknaden*.

En återförsäljare till Riksgälden är en bank eller ett värdepappersbolag som har ingått ett avtal med Riksgälden om att fungera

som marknadsgarant i såväl primärmarknaden som *sekundärmarknaden* dvs. handel i tidigare utgivna statspapper. Avtalet innebär ett åtagande att i primärmarknaden lämna bud i alla emissioner samt att i sekundärmarknaden ställa priser (köp- och säljkurs/pris) på statsobligationer till kunder som så begär. Återförsäljarna utgörs i dag av åtta banker och värdepappersbolag.³

När Riksgälden emitterar statsobligationer sker budförfarandet i auktionen i ett elektroniskt system där återförsäljarna lägger in bud för sig själva och/eller för sina kunders räkning. Buden innehåller önskad volym och ränta (kurs). Resultatet redovisas i princip så snart som möjligt efter auktionens stängning (c:a 3 minuter) och då redovisas publikt högsta och lägsta accepterade bud samt total tilldelning. Budgivningen är däremot inte öppen utan auktionen sker genom en s.k. "hidden call".

I sekundärmarknaden genereras likviditet av marknadsgaranterna som på förfrågan köper eller säljer värdepapper till/från eget lager alternativt lånar in i en repomarknad för fullgörande av leverans av sålda värdepapper. All handel som marknadsgaranten genomför sker mot marknadsgarantens egen bok, dvs. inga transaktioner sker i kommission. Det betyder att marknadsgaranten bär risken till dess värdepappren har kunnat säljas vidare (i fallet med ett köp) eller risken täckts på annat sätt. Marknadsgaranten kompenserar sig för denna risk i första hand genom att upprätthålla en skillnad mellan köp- och säljkurs, en s.k. spread.

Handeln med statsobligationer sker till stor del på en telefonmarknad även om det förekommer viss handel i elektroniska handelssystem för mindre volymer. Den handel som sker mellan marknadsgaranterna ryms vanligen inom begreppet "interbankhandel", medan handeln mot investerare, t.ex. försäkringsbolag och större företag, faller in under begreppet kundhandel. En stor del av interbankhandeln sker på en elektronisk marknad (EIM) på en plattform som tillhandahålls av Nasdaq OMX.

Under marknadens öppettider erbjuder marknadsgaranterna ständigt tvåvägspriser, dvs. ställer samtidigt bindande köp- och säljpris till investerare, samt vid behov för krishantering eller interventioner även till Riksbanken och till clearinghuset Nasdaq OMX om de skulle behöva exekvera säkerheter.

Pristransparens skapas genom att marknadsgaranterna via elektroniska informationssystem publicerar indikativa köp- och säljräntor.

³ Royal Bank of Scotland, Barclays Capital, Danske Markets/Consensus, Nordea, SEB, Handelsbanken Markets, Swedbank, och Nykredit Markets.

De marknadsgaranter som inte erbjuder priser för normala handelsvolymen vid skarp prisförfrågan från kunder eller emittenter straffas över tid genom att kunderna i stället väljer de marknadsgaranter som står för priser vid normala volymer.

Även Riksbanken spelar en roll i räntemarknaden genom att clearing av betalningar i RIX-systemet normalt sker med säkerhet i obligationer, framförallt bostadsobligationer men också statsobligationer. Nasdaq OMX tillhandahåller central motpartsclearing av derivatkontrakt och Euroclear Sweden (tidigare VPC) tillhandahåller avveckling av värdepapperstransaktioner avpassade för den svenska marknadens behov med hög prestanda i processen.

I Sverige utgör andelen clearade räntederivat, dvs. terminer och optioner, en stor del av likviditeten i räntemarknaden. För marknadsgaranterna utgör dessa fullvärdiga substitut för hantering av ränterisk i olika räntebärande värdepapper. Marknadsgaranterna i derivat erhåller olika rabatter av Nasdaq OMX i syfte att stimulera till handel.

Den momentana likviditeten i form av prisskillnad mellan köp och sälj samt volym varierar mellan marknadsgaranterna beroende på position/risk i efterfrågat värdepapper, total risk och riskvilja, samt vilka mötande andra kundintressen marknadsgaranten med viss sannolikhet kan räkna med. Normalt kan en investerare vid förfrågan få ett tvåvägspris med en spread på en räntepunkt på en volym om 500 miljoner kronor i en 10-årig statsobligation, men upp till 1 miljard är heller inte ovanligt. För kortare löptider kan volymen vara den dubbla.

Den svenska penning- och obligationsmarknaden har vuxit fram under ett 30-tal år och reflekterar de unika förutsättningar som gäller för den svenska ekonomin och den svenska kronan som utgör ett litet valutaområde med stora globala exportföretag. Marknaden har sammantaget fungerat väl, dvs. med daglig handel och omsättning, och överlevt ett antal kriser i en föränderlig omvärld. Likvida produkter i den svenska räntemarknaden såsom statsobligationer, bostadsobligationer och olika derivatprodukter korsbefruktar också såväl likviditeten som marknadsgaranternas "riskvilja" i enskilda transaktioner.

Den svenska obligationsmarknaden har ett fåtal stora emittenter som utgörs av staten och fem bostadsinstitut⁴. Andra emittenter är banker, icke-finansiella företag som t.ex. industriföretag, kom-

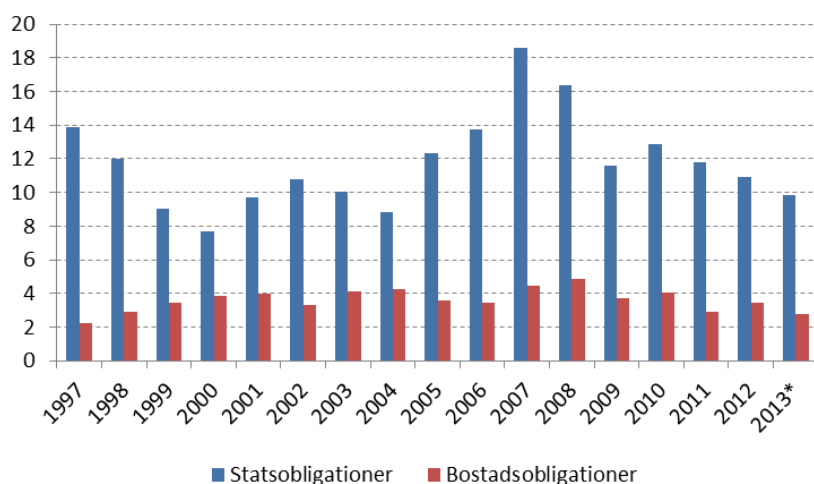
⁴ Länsförsäkringar Hypotek, Nordea Hypotek, SBAB, Stadshypotek och Swedbank Hypotek.

muner och landsting, samt övriga kreditmarknadsföretag. Kundmarknaden domineras av ett fåtal stora och oftast inhemska investerare vad avser innehav och kundomsättning över tid. Den svenska obligationsmarknaden brukar kallas en 80/20 marknad, dvs. 80 procent av omsättningen kommer från 20 procent av kunderna.

Trots att den utestående stocken nominella statsobligationer är betydligt mindre än bostadsobligationer – 600 miljarder kronor jämfört 1 150 miljarder kronor år i slutet av 2013 – är likviditeten betydligt bättre i statspapper.⁵ Likviditeten i den svenska statspappersmarknaden kan värderas genom att jämföra hur många gånger den utestående obligationsstocken omsätts under ett år i förhållande till ett annat närliggande finansiellt instrument. I diagram 5.1. visas den årliga totalomsättningen av obligationer och terminer i förhållande till den utestående obligationsstocken i stats- respektive bostadsobligationer.

Diagram 5.1 Omsättningskvot i stats- och bostadsobligationer, 1997–2013

Antal gånger per år



Anm. * 2013 t.o.m. november. Omsättningskvoten är mätt som totalomsättning i avista och terminer i förhållande till utestående obligationsstock per år.

Källa: Riksbanken, Statistiska centralbyrån och Riksgälden.

⁵ Det förklaras bl.a. av att bostadsobligationsmarknaden inte är homogen, utan består av fem olika emittenter.

Omsättningshastigheten i statsobligationer (inklusive terminer) har varierat mellan sju och 18 gånger den utestående obligationsstock och i bostadsobligationer (inklusive terminer) mellan två och fem gånger. Relativt har omsättningshastigheten i statsobligationer varit mellan två och sju gånger så hög som i bostadsobligationer under perioden 1997 till 2013.

Faktaruta: Misslyckat försök

I september 1998 gjordes ett försök att på dåvarande OM Stockholmsbörsen introducera två svenska börshandlade futureskontrakt (två och tio år) med svenska statsobligationer som underliggande och leveransbara tillgångar. Introduktionen förordades av Riksgälden och marknadsgaranterna anmodades att stödja kontrakten under en introduktionsperiod med ett åtagande att ständigt ställa tvåvägspriser elektroniskt. Alla börsmedlemmar, oavsett om de var marknadsgaranter eller inte, kunde handla på orderbokens priser och fulla djup. Avslutpriser samt bästa köp/säljkurser distribuerades i realtid till kunder och andra utan börsmedlemskap.

Systemet höll öppet mindre än ett år. Experimentet visade att den svenska marknaden inte var lämpad för att generera likviditet via en orderdriven handel. Förklaringar till att det inte gick att skapa en likvid orderdriven marknad för statspapper i Sverige är sannolikt att den är för liten. Antalet aktiva aktörer är för litet, olika investerares intressen av volym på transaktioner skiljer sig för mycket och utbudet av statspapper är för begränsat. En mycket genomlyst marknad gör också att det inte lönar sig för marknadsgaranter att garantera marknaden.

5.5 Marknadsvårdande aktiviteter

Den svenska statspappersmarknadens förhållandevis goda likviditet beror bland annat på att Riksgälden, utöver att erbjuda en viss kompensation till återförsäljarna (marknadsgaranterna), gör marknadsvårdande åtgärder i syfte att förbättra marknadens funktionssätt. God marknadsvård minskar osäkerheten för aktörerna på marknaden och minskar därigenom risken. Det ligger även i Riksgäldens intresse, eftersom en djupare marknad och lägre likviditetspremier i

sekundärmarknaden bidrar till en bättre primärmarknad med lägre upplåningskostnader som följd. Det finns alltså en nära koppling mellan primärmarknaden som statens lånar i och sekundärmarknaden där i första hand de finansiella aktörerna verkar.

Riksgäldens marknadsvård inriktas i huvudsak på två områden. För det första strävar Riksgälden efter att vara så öppna och transparenta som möjligt vad gäller statens upplåningsbehov och upplåningsstrategi. Det gör myndigheten bland annat genom att tre gånger per år publicera en rapport där man redogör för myndighetens prognoser på upplåningsbehovet och planer för den framtida upplåningen.

För det andra försöker Riksgälden bidra till att upprätthålla god likviditet i sekundärmarknaden. Grunden för detta är att det finns en tillfredsställande volym i de utestående lånen. En viktig del i Riksgäldens upplåningsstrategi är därför att koncentrera upplåningen till ett fåtal s.k. benchmarkslån. För att snabbt bygga upp volymen när ett nytt lån introduceras, erbjuder Riksgälden även byten till dessa lån.

Riksgäldens auktionsförfarande, som innebär att myndigheten emitterar små volymer men vid många tillfällen (varannan vecka), säkrar också att det finns ett frekvent utbud av statspapper. Detta innebär att det blir lättare och mer naturligt för slutinvestorer att delta i auktionerna. Inom euroområdet, där auktioner från i vart fall mindre länder förekommer mer sällan, är emittenterna nästan helt beroende av bud från återförsäljarna.

Utöver detta erbjuder Riksgälden återförsäljarna s.k. repor⁶ för att minska risken för återförsäljarna och förhindra att det uppstår bristsituationer i marknaden. Om återförsäljarna (marknadsgaranterna) har svårt att få tag på vissa statspapper kan de få svårt att ställa säljkurser i dessa papper och likviditeten försämras. Riksgälden erbjuder därför återförsäljarna en särskild repofacilitet där myndigheten erbjuder sig att tillhandahålla de papper som återförsäljarna behöver. Detta underlättar handel och minskar risken för återförsäljarna att köpa och sälja stora belopp. Åtagandet eliminerar dessutom risken för leveransproblem vid clearing i Euroclear. Detta underlättar även för investerare genom att de indirekt via

⁶ En repa eller repotransaktion (repurchase agreement) är ett finansiellt avtal där man säljer ett värdepapper samtidigt som man åtar sig att köpa tillbaka det till ett bestämt pris vid en bestämd tidpunkt i framtiden (se faktaruta). Riksgälden erbjuder återförsäljarna även s.k. reposwapar, dvs. att byta en statsobligation eller statsskuldväxel mot en annan tillsammans med ett avtal om motsatt affär i framtiden.

återförsäljarna har tillgång till Riksgäldens facilitet. I slutänden kommer det staten till del i form av lägre lånekostnader.

De marknadsvårdande aktiviteterna görs oavsett Riksgäldens kassamässiga behov och görs därför till ett pris som är något högre än marknadspriset.⁷ Denna premie som Riksgälden tar ut syftar till att skapa incitament för aktörerna att primärt göra repor sinsemellan i stället för att av bekvämlighet vända sig till Riksgälden.

5.6 Repomarknaden

Repomarknaden framhålls ofta som ett viktigt skäl till att den svenska statspappersmarknaden fungerar så pass bra som den gör i ett internationellt perspektiv trots att marknaden är jämförelsevis liten. Repomarknaden är viktig eftersom den bidrar med likviditet till statspappersmarknaden. På repomarknaden kan marknadsaktörerna, såväl marknadsgaranter som investerare, finansiera sina innehav av statspapper genom att repa ut dem. De kan också låna statspapper som de inte äger. Det sistnämnda gör det möjligt för marknadsaktörerna att "gå kort" i statspapper, dvs. att sälja statspapper som de inte äger. Det är viktigt för likviditeten och prisbildningen i marknaden eftersom marknadsaktörerna då kan arbeta med mer sofistikerade affärsstrategier. Repomarknaden gör det också möjligt för utländska investerare att äga svenska statspapper med begränsad valutarisk. Med hjälp av repor kan valutarisken undvikas samtidigt som placeraren behåller sin ränteinvestering via det underliggande värdepapperet som utgör säkerhet för lånet. Investerare som lånar ut värdepapper erhåller en ersättning som bidrar till avkastningen i portföljen.

För marknadsgaranterna innebär repomarknaden att de kan ställa tvåvägspriser i alla löptider även om de inte har dem i sitt eget lager genom att pappren kan lånas in för leverans. Samtidigt är repor ett billigt sätt för marknadsgaranterna att finansiera handelslagret.

Riksgälden deltar i repomarknaden av två skäl. Den ena är av affärsmässiga skäl i den dagliga likviditetshanteringen. När Riksgälden har lånebehov kan myndigheten repa ut statspapper. När Riksgälden har överskott kan dessa placeras via omvända repor.

⁷ Riksgälden tar ut en premie på 40 punkter för ett benchmarklån. Vid uppbyggandet av ett nytt benchmarklån tar Riksgälden ut en lägre premie – 10 punkter – till dess att utestående volym har byggts upp till 20 miljarder kronor.

Det innebär att myndigheten lånar ut pengar mot ett statspapper som säkerhet. Vid förfall lämnar myndigheten tillbaka pappret och får tillbaka pengarna inklusive en räntekompensation. Det andra är av det marknadsvårdande skälet som nämndes tidigare.

Faktaruta: Repotransaktion

En repa eller repotransaktion (repurchase agreement) är i grunden en kombination av en avistaförsäljning och ett terminsköp av ett värdepapper. Det innebär att en aktör som repar ut ett av sina värdepapper säljer det med omedelbar leverans och köper samtidigt tillbaks det med leverans vid en senare tidpunkt (vanligtvis en vecka). Motparten i transaktionen repar in värdepappret, vilket alltså innebär att den köper det avista i kombination med en försäljning på termin. Repan resulterar därmed i att pengar och värdepapper utväxlas mellan två aktörer vid två tillfällen.

Repan kan också betraktas ur ett annat perspektiv, nämligen som ett lån med fast ränta mot säkerhet. Den part som lånar pengarna betalar en ränta som utgörs av skillnaden mellan priset vid sälj- respektive köptillfället (reporäntan). Omvänt kan repor ses som ett lån av värdepapper mot säkerhet i likvida medel. Det företag som vill skaffa sig likviditet via repor måste ha en värdepappersportfölj som kan pantsättas. Om låntagaren inte kan lösa sina skulder vid periodens slut går ägandet av de pantsatta värdepapperen över till långgivaren. Det innebär att repor har minimal motpartsrisk för långgivaren.

5.7 Nya regleringar på finansmarknaderna ökar efterfrågan på statspapper

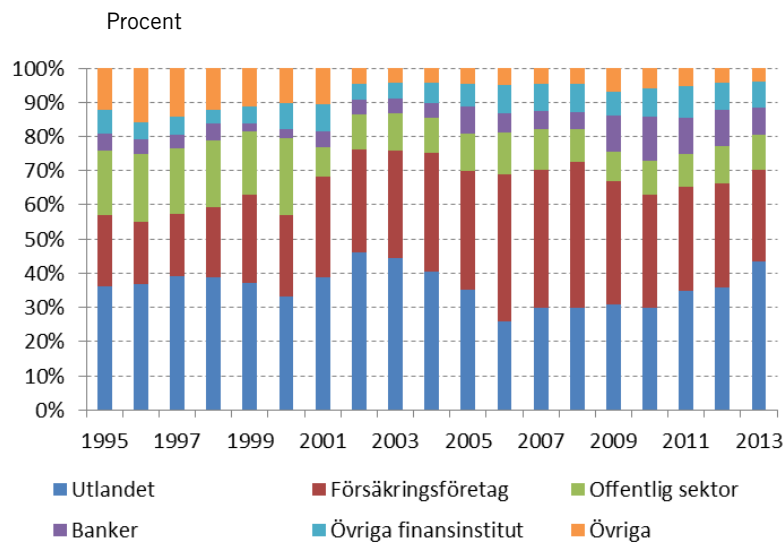
Sverige är en liten öppen ekonomi med rörlig växelkurs. Riksbanken styr penningpolitiken utifrån ett prisstabilitetsmål vilket gör att styrräntan anpassas efter Riksbankens bedömning av inflationsutvecklingen i ekonomin.⁸ Statsobligationer med längre löptider har

⁸ En mer exakt beskrivning är att Riksbanken bedriver vad som brukar kallas en flexibel inflationsmålspolitik. För att stabilisera inflationen kring målet på två procent strävar Riksbanken efter att anpassa styrräntan så att produktionen och sysselsättningen i ekonomin

därför en tendens att stiga i värde (räntan sjunker) när konjunkturen försämras. Det beror på förväntningar på framtida räntesänkningar när ekonomin försvagas och inflationstrycket sjunker. Detta är inte unikt för statspapper; värdet på andra längre räntepapper såsom bostadsobligationer kan också stiga i värde, men det är mer osäkert eftersom de är förenade med större kreditrisker som också ökar i dåliga tider. Statsobligationer är därför ett betydligt bättre diversifieringsinstrument i en värdepappersportfölj än t.ex. bostadsobligationer. Statspapper spelar alltså en särskild roll för placerarna som lågriskinstrument att ha i portföljen i syfte att diversifiera portföljen eller matcha åtaganden.

Statspapper har historiskt varit ett viktigt investeringsobjekt för många svenska tillgångsförvaltare, dels av nyss nämnda skäl, dels på grund av regleringar. Försäkringsföretag och andra pensionsförvaltare är fortfarande stora investerare i svenska statspapper, även om utländska investerare i dag är större som grupp betraktat (se diagram 5.2). Försäkringsföretag och andra investerare är dock inte lika beroende av statspappersmarknaden längre för att hantera ränterisken i åtagandena. Framväxten av derivatmarknader och swapmarknader har gjort att investerarna i allt väsentligt hanterar ränterisken med andra instrument än statspapper.

stabiliseras kring hållbara nivåer. Det brukar kallas att stabilisera resursutnyttjandet i ekonomin. Se *Penningpolitiken i Sverige 2010*, Sveriges Riksbank

Diagram 5.2 Investerare i svenska statspapper, andel av total volym, 1995–2013*

Anm. * 2013 t.o.m. september. Se även diagram 3.3, som visar samma diagram, men som ett staplat stapeldiagram i stället för ett fraktionsdiagram.

Källa: Finansräkenskaperna, Statistiska centralbyrån.

I kölvattnet av finanskrisen 2008–09 följde ett omfattande regelutvecklingsarbete på såväl global som nationell nivå i syfte att minska riskerna och stärka stabiliteten i det finansiella systemet. Flera stora regelverk är nu under införande, även om det i många fall fortfarande pågår arbete med att ta fram detaljregler (t.ex. tekniska standarder eller riktlinjer för olika ändamål). I flera av dessa regelverk ges statspapper en särskild ställning och marknadsaktörerna ges incitament att hålla dem. I utredningens direktiv pekas särskilt tre regelverk ut som utredningen bör analysera närmare. Det är de nya kapital- och likviditetsreglerna för banker och andra finansiella institut, de nya solvensreglerna för försäkringsföretag och nya säkerhetskrav i samband med derivattransaktioner.

5.7.1 Nya kapitaltäcknings- och likviditetsregler för kreditinstitut och värdepappersföretag (CRD IV/CRR)

De nya europeiska kapitaltäcknings- och likviditetsreglerna för kreditinstitut och värdepappersföretag – det s.k. CRD IV/CRR-paketet⁹ – trädde i kraft den 1 januari 2014.¹⁰ Reglerna kommer dock inte att börja gälla fullt ut på en gång, utan kommer att implementeras stegvis under ett antal år framöver¹¹. Reglerna består av dels en EU-förordning som blir direkt gällande i svensk rätt vid ikraftträdandet, dels ett EU-direktiv som ska införas i svensk rätt och som just nu är under beredning i Finansdepartementet. Till detta kommer ett antal tekniska standarder och riktlinjer som tas fram av den europeiska tillsynsmyndigheten för banker, EBA (European Banking Authority).

Enligt bankföreträdare är det i första hand det nya kravet på likviditetstäckningsgrad – det s.k. LCR-kravet¹² – som kan innebära att efterfrågan på statspapper ökar.¹³ Detta krav innebär att ett företag (kreditinstitut, värdepappersbolag eller finansiell företagsgrupp) ska ha en tillräckligt stor buffert med likvida tillgångar för att kunna möta nettoutflödet av pengar under en 30-dagarsperiod i en stressad situation. Likviditetsbufferten får något förenklat utgöras av statsobligationer (tillgångsklass 1) och till högst 40 procent av säkerställda bostadsobligationer m.m. (tillgångsklass 2). Storleken på nettoutflödet bygger exempelvis på en uppskattning över hur många procent av inlåningen som tas ut i ett stressat läge och hur många procent av olika typer av finansiering som inte kommer att kunna förnyas.

De nya reglerna om likviditetstäckningsgrad kommer gradvis att börja gälla i EU 2015, för att vara fullt infasade 2018. I Sverige har

⁹ Credit Requirement Directive (CRD): Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/36/EU om tillsyns krav för kreditinstitut och värdepappersföretag. Credit Requirement Regulation (CRR): Europaparlamentets och rådets förordning nr 575/2013 (EU) om tillsyns krav för kreditinstitut och värdepappersföretag.

¹⁰ I och med detta genomför EU Basel III-överenskommelsen från december 2010.

¹¹ Enligt svenska bankföreträdare spelar övergångsreglerna liten roll eftersom bankerna ändå kommer att sträva efter att anpassa sig redan till årsskiftet. De mesta av bankernas beteendeförändringar har därför redan inträffat eller kommer att inträffa under den närmaste tiden efter ikraftträdandet. (Möte med Bankföreningen den 30 maj 2013 och Penningmarknadsrådet den 11 september 2013.)

¹² LCR: Liquidity Coverage Ratio.

¹³ Möte med Bankföreningen den 30 maj 2013, Finansrådet (Danmark) den 28 augusti 2013, Penningmarknadsrådet den 11 september 2013, och Verdipapirforetakenes Forbund (Norge) den 12 september 2013.

Finansinspektionen dock gått före och införde redan den 1 januari 2013 krav på likviditetstäckningsgrad.¹⁴

De nuvarande svenska reglerna gäller för finansiella institut med en balansomsättning på minst 100 miljarder kronor. I dag omfattas åtta kreditinstitut av reglerna. De svenska reglerna bygger på det ursprungliga regelverket från Baselkommittén som fastställdes i slutet av 2010. I de svenska reglerna finns, utöver ett totalkrav på likviditetstäckning, särskilda krav för likviditetstäckning i euro och US-dollar, men inte för svenska kronor.¹⁵ Om ett krav på likviditetstäckning i svenska kronor skulle införas kan bankerna få problem att uppfylla det, i alla fall med nuvarande regler för vilka tillgångar som får räknas in i tillgångsklass 1.

Vi kan dock konstatera att de svenska bankerna så här långt ser ut att ha anpassat sig väl till det svenska kravet på likviditetstäckningsgrad.¹⁶ De fyra storbankerna hade vid utgången av 2012 en likviditetstäckningsgrad på i genomsnitt 1,27, medan motsvarande siffra för samtliga banker som rapporterade vid det tillfället var 1,73. Enligt regelverket ska likviditetstäckningsgraden vara minst 1,0. De senaste två åren har de svenska storbankerna legat tämligen stabilt i intervallet 1,5–2,0. Det tycks alltså som om en stor del av anpassningarna redan har genomförts för svensk del. Det bör dock noteras anpassningen främst har skett i dollar och euro, och att bankernas likviditetstäckningsgrad i kronor är låg.

Det är i nuläget svårt att förutse hur de europeiska reglerna för LCR-kravet kommer att påverka efterfrågan på svenska statspapper när de genomförs, eftersom de slutgiltiga reglerna ännu inte är färdiga. Det finns faktorer som talar för att de svenska reglerna både kan skärpas eller mildras. Å ena sidan skulle ett krav på likviditetstäckningsgrad i nationell valuta innebära en skärpning av kraven. Å andra sidan har Baselkommittén i januari 2013 mildrat sina regler för likviditetstäckningsgrad jämfört med det ursprungliga förslaget, som alltså de svenska reglerna bygger på. Bland annat ska bankerna få räkna in fler tillgångsslag i sin likviditetsreserv, samtidigt som de antaganden som stresstesterna bygger på – och därigenom kraven på likviditetstäckning – har mildrats.¹⁷ Basel-

¹⁴ Finansinspektionens föreskrifter om krav på likviditetstäckningsgrad och rapportering av likvida tillgångar och kassaflöden (FFFS 2012:6).

¹⁵ Detta motiveras med att Riksbankens möjligheter att ge likviditetsstöd i utländsk valuta är mer begränsade och att det därför är viktigt att säkerställa god likviditetshantering i de valutor som svenska kreditinstitut finansierar sig med.

¹⁶ Finansinspektionen: *Tillsynsrapport 2013*, 28 maj 2013.

¹⁷ Exempelvis har kravet på likviditetstäckning för företagsutlåning sänkts från 75 till 40 procent. Det innebär att med de nya reglerna behöver bara 40 procent av behållningen på

kommittén öppnar också för att länder som har en liten mängd statspapper – såsom Sverige – ska få räkna in andra tillgångar än statspapper som tillgångsslag 1, t.ex. säkerställda bostadsobligationer, statspapper utgivna i andra valutor samt en särskild likviditetsfacilitet som kan tillhandahållas av centralbanken.¹⁸ Det kan därför bli så att de nya likviditetstäckningsreglerna inte leder till någon större ökning i efterfrågan på statspapper jämfört med i dag. Det är dock oklart hur ändringarna i Baselkommitténs regler kommer att tas om hand i det europeiska regelverket. Inte heller vet vi vilka anpassningar som kommer göras i det svenska regelverket.

5.7.2 Nya solvensregler för försäkringsföretag (Solvens II)

Även för försäkringsföretag är stora regeländringar på väg att införas. Solvens II är det nya solvensregelverket i EU för försäkringsföretag. Syftet med de nya reglerna är att stärka sambandet mellan solvenskrav och risker för försäkringsbolag och därmed ge ett bättre konsumentskydd. Direktivet är också ett led i ett större arbete att skapa en gemensam europeisk finansmarknad. Solvens II-direktivet antogs i november 2009 och ska, efter vissa förseningar, träda i kraft den 1 januari 2016.

En grundprincip i Solvens II är att tillgångar och skulder ska värderas till verkligt värde (marknadsvärde). Det betyder att försäkringsföretagens solvensbalansräkningar och solvenskvot kan variera över tiden. Ett sätt att minska volatiliteten i solvenskvoten är att bättre matcha tillgångar mot skulder. Detta kan göras bland annat genom att investera i statspapper, men också genom derivat. Eftersom statspappersräntan rör sig ungefär i takt med den diskonteringsränta som försäkringsföretagen ska använda sig av när de marknadsvärderar skulderna erbjuder statspapper en bra säkring (hedge) mot ränterisken i skulderna.

Detta är dock inget nytt för svenska försäkringsföretag som har tillämpat marknadsvärdering av såväl tillgångar som skulder under en relativt lång tid.¹⁹ En försiktig gissning är därför att det nya

företagsinlåningskontot placeras enligt regelverket för LCR mot tidigare 75 procent. Resten kan användas för konventionell utlåning.

¹⁸ Detta är en lösning som tillämpas i Australien, som också har en mycket låg statsskuld.

¹⁹ Marknadsvärdering av (merparten av) tillgångar infördes 1995 i och med genomförandet av direktivet årsbokslut och sammanställd redovisning för försäkringsföretag. För skulderna infördes marknadsvärdering 2006 för tjänstepensionsverksamhet i och med genomförandet av tjänstepensionsdirektivet. Övrig livförsäkringsverksamhet följde efter några år senare.

regelverket inte kommer att påverka de svenska försäkringsföretagen i alltför stor utsträckning, i alla fall inte ur den här aspekten. Det indikeras också i den konsekvensstudie som den europeiska tillsynsmyndigheten EIOPA presenterade i juni 2013. Den svenska försäkringssektorn klarar sig överlag bra och en majoritet av de 22 deltagande försäkringsföretagen klarar både minimikapitalkravet (MCR) och solvenskapitalkravet (SCR). Några bolag behöver dock öka sitt kapital eller minska sina risker för att klara solvenskapitalkravet (SCR).

Den slutliga effekten av Solvens II-regelverket kommer att bero på den definitiva utformningen av regelverket. I slutet av 2013 träffades en politisk överenskommelse om det s.k. Omnibus II-direktivet. Det är ett direktiv som genomför vissa ändringar i Solvens II-direktivet, bland annat i den betydelsefulla frågan om hur försäkringsföretagens värderas. Dessa regler styr utformningen av bl.a. diskonteringsräntan och kapitalkraven. Diskonteringsräntan är särskilt viktig eftersom den styr försäkringsföretagens möjligheter att hedga ränterisken i försäkringsskulden, men också därför att den påverkar storleken på försäkringsföretagens riskbuffertar och därmed möjligheter att investera i riskfyllda tillgångar. Men även med Omnibus II-direktivet på plats, så är det fortfarande oklart hur detaljreglerna för Solvens II kommer att se ut. Det är därför svårt att bedöma hur försäkringsföretagens efterfråga på statspapper slutligen kommer att påverkas.

Det bör i det här sammanhanget även noteras att Finansinspektionen har infört nya regler för utformningen av diskonteringsräntan för försäkringsföretag från den 31 december 2013.²⁰ Den nya modellen skiljer sig på några punkter från den modell som för närvarande diskuteras inom Solvens II-arbetet. Det innebär att försäkringsföretagen kan behöva göra anpassningar både till de nya svenska reglerna och i framtiden när Solvensreglerna träder i kraft. Det är dock oklart hur de försäkringstekniska avsättningarna – och därmed försäkringsföretagens utrymme att ta risk – kommer att påverkas jämfört med nu. Det är därför osäkert hur försäkringsföretagens efterfrågan på statspapper kommer att påverkas.

Även för tjänstepensionsföretag pågår en omfattande reformering av det europeiska solvensregelverket. Kommissionen väntas

Dessutom utvecklade Finansinspektionens ett nytt tillsynsverktyg 2005 – det s.k. trafikljuset – som bygger på marknadsvärdering och hade stor betydelse för försäkringsföretagen.

²⁰ FI Dnr 13-795, *Uppdaterat förslag till nya regler om metod för att bestämma diskonteringsränta för försäkringsföretag*.

lägga fram sitt förslag till det reviderade tjänstepensionsdirektivet, IORP II, i början av 2014. Det förslaget kommer dock inte omfatta nya solvensregler utan dessa kommer i ett andra steg. I Sverige föreligger dessutom en utredning om särskild reglering för tjänstepensionsinstitut. Denna kommer att föreslå en i grunden reformerad reglering av tjänstepensionsföretag. Men även här är det svårt att i nuläget förutse hur tjänstepensionsföretagens efterfrågan på statspapper kommer att påverkas.

5.7.3 Ökade krav på säkerheter genom EMIR

EMIR (European Market Infrastructure Regulation) är en EU-förordning om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister. Den innebär att alla standardiserade OTC-derivatkontrakt ska handlas på börs eller en elektronisk handelsplattform när så är lämpligt och ska clearas av en central motpart. Affärerna ska också rapporteras till ett centralt transaktionsregister. Derivatkontrakt som inte clearas centralt kommer bl.a. att bli föremål för högre kapitalkrav.

EMIR för även med sig ökade krav på att ställa säkerheter i samband med derivatkontrakt. Det gäller oavsett om derivatkontrakten är föremål för clearing skyldighet i en central motpart (CCP) eller ej. Detta skulle kunna leda till en ökad efterfrågan på statspapper, eftersom statspapper ofta används som säkerhet i dessa sammanhang.²¹

Det är dock fortfarande mycket som är oklart kring effekterna av regelverket trots att det trädde i kraft den 16 augusti 2012 och merparten av de mer detaljerade reglerna i form av tekniska standarder trädde i kraft den 15 mars 2013. Exempelvis är det ännu inte klart vilka OTC-derivatkontrakt som ska vara föremål för clearingskyldighet. Processen för att bestämma detta började våren 2013, men har i skrivandets stund ännu inte avslutats för något derivatkontrakt. Inte heller har några centrala motparter auktoriserats i enlighet med EMIR. Detta arbete väntas börja andra halvåret 2013 och pågå i upp till nio månader. I Sverige har den centrala motparten NASDAQ OMX Clearing lämnat in ansökan om auktorisation till Finansinspektionen.

²¹ I maj 2010 hade NASDAQ OMX Stockholm tagit emot ställda säkerheter till ett värde av 32,5 miljarder kronor. Av dessa utgjordes en tredjedel av statspapper, vilka nästan uteslutande var svenska.

Det är heller inte klart hur säkerhetskraven i samband med OTC-derivatkontrakt som handlas bilateralt kommer att se ut. I september 2013 presenterade Baselkommittén och International Organization of Securities Commissions (IOSCO) riktlinjer för dessa, men på EU-nivå är reglerna ännu inte klara.

Vilka effekter som EMIR-regelverket kommer att få på efterfrågan på statspapper är svårt att bedöma i nuläget. En gissning är att efterfrågan kommer att öka – men i vilken omfattning är svårt att sja om. Finansmarknadens aktörer anpassar sig relativt snabbt till ändrade förutsättningar och det pågår många initiativ som syftar till att effektivisera användningen av säkerheter i ekonomin (t.ex. Euroclears Collateral Highway och andra aktörer som erbjuder olika typer av collateral management-tjänster). Det är också sannolikt att derivathandeln i sig kommer att minska (och därmed behovet av säkerheter), eftersom transaktionskostnaderna stiger och trösklarna för att hantera risk via derivatmarknaden blir högre.

5.7.4 ESMA bedömer att efterfrågan på statspapper kommer att öka

Det är som vi konstaterar ovan svårt att förutse hur efterfrågan på statspapper kommer att påverkas av kommande regelförändringar – inte minst eftersom delar av regelverken ännu inte är klara. Den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, ESMA, gör dock ett försök i sin senaste tillsynsrapport, där de presenterar skattningar av utbud och efterfråga på säkerheter i EU.²² Det finns tyvärr inga motsvarande skattningar för Sverige, men det kan ändå vara intressant att ta del av ESMA:s beräkningar för EU.

Av tabell 5.1 framgår att det främst är LCR-kravet och tillväxten i repomarknaden som bidrar till efterfrågeökningen på säkra tillgångar mellan 2012 och 2014. Dessa poster bidrar med 1,2 respektive 1 biljon euro. De ökade säkerhetskraven för derivatkontrakt bidrar med 0,55 biljoner euro.²³

²² ESMA (2013): *Trends, Risks, Vulnerabilities*, No. 1, sid. 30-33.

²³ I de nya kapitaltäcknings- och likviditetsreglerna finns även ett annat likviditetskrav som kallas stabil nettofinansieringskvot (på engelska NSFR= Net Stable Funding Ratio). Enligt ESMAs beräkningar väntas detta krav leda till en ökad efterfråga på säkra tillgångar på 1,3 biljoner euro, dvs. mer än vad LCR-kravet väntas leda till. Men eftersom NSFR-kravet inte träder i kraft fullt ut förrän 2018 presenteras detta inte i tabellen.

Tabell 5.1 ESMA:s skattningar av utbud och efterfrågan på säkerheter

Biljoner euro			
	2012	2014	Förändring
Efterfråga	4,07	6,51	+2,44
<i>varav:</i>			
<i>Repomarknaden</i>	<i>3,10</i>	<i>4,10</i>	<i>+1,00</i>
<i>Värdepapperslån</i>	<i>0,16</i>	<i>0,16</i>	<i>+/-0</i>
<i>Centralbanksoperationer</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>+/-0</i>
<i>LCR</i>	<i>–</i>	<i>1,20</i>	<i>+1,20</i>
<i>OTC och ETD</i>	<i>0,31</i>	<i>0,55</i>	<i>+0,24</i>
Utbud (efter haircut)	11,81	12,63	+0,83
<i>Varav</i>			
<i>Högkvalitativa säkerheter*</i>	<i>10,25</i>	<i>11,08</i>	<i>+0,83</i>
<i>Kvasihögkvalitativa säkerheter**</i>	<i>1,55</i>	<i>1,55</i>	<i>+/-0</i>
Utbud – efterfråga	7,74	6,12	-1,61

* Högkvalitativa säkerheter definieras som statspapper eller värdepapper som centralbanken ger ut och som har en kreditvärdering på minst BBB-.

** Kvasihögkvalitativa säkerheter består av i) företagsobligationer med en kreditvärdering på minst AA- och ii) säkerställda obligationer med en kreditvärdering på minst AA-.

Källa: ESMA (2013): Trends, Risks, Vulnerabilities, No. 1.

Enligt ESMA:s beräkningar kommer det alltså inte uppstå någon brist på säkerheter i EU 2014. Det är dock inte säkert att detta går att översätta till svenska förhållanden, eftersom utbudet av såväl statspapper som företagsobligationer är mindre i Sverige än i resten EU. I EU uppgick till exempel den genomsnittliga statsskuldskvoten till 91 procent av BNP (Maastrichtskulden) i slutet av 2012, medan motsvarande siffra för Sverige var 38 procent av BNP. Det går därför inte att utesluta att det kan uppstå en lokal bristsituation i Sverige, även om resultatet för EU som helhet pekar på motsatsen.

ESMA lyfter även fram en annan aspekt som kan vara intressant för svenskt vidkommande. Även om det inte uppstår en brist på säkerheter 2014 så kommer efterfrågan på säkerheter att öka mer än utbudet under den här perioden. Det kan leda till att de relativa priserna på olika typer av säkerheter förändras på så sätt att högkvalitativa säkerheter blir dyrare i förhållande till minde kreditvärdiga säkerheter. Det skulle å ena sidan kunna leda till att marknadsaktörerna, i den mån regelverken tillåter det, i större utsträckning börjar använda sig av säkerheter av lägre kvalitet, t.ex. aktier eller företagsobligationer. Detta ökar i sin tur risken i det finan-

siella systemet eftersom en snabb prisnedgång i dessa säkerheter skulle kunna utlösa s.k. margin calls vilket skulle ge upphov till procykliska effekter i en stressad situation. Eftersom Sverige redan från början troligtvis har ett lägre utbud av säkra tillgångar än resten av EU kan denna effekt komma att bli större i Sverige än i resten av EU.

Å andra sidan, om regelverken ställer bindande krav på högkvalitativa säkerheter, kommer marknadsaktörernas kostnader för att hålla säkerheter att stiga. Med ett mycket begränsat utbud av statspapper skulle det vara svårt att hitta andra värdepapper med lika god likviditet kan räntan på statspapper falla så lågt att konstanter, dvs. tillgångar med noll avkastning, skulle utgöra ett alternativ. En sådan utveckling kan antas fördyra tjänster där sådana säkerhetskrav ställs. Kostnaderna kommer därmed till större eller mindre del att bäras av finansföretagens kunder, direkt genom att tjänsterna blir dyrare eller indirekt genom att vissa tjänster inte längre finns att tillgå.

5.8 Statspapper som säkerheter och säker tillgång att fly till i kris

Statspappers roll som säkerheter är starkt kopplade till deras egenskaper såsom i princip bara bärare av ränterisk och med mycket god likviditet. Det finns andra värdepapper som har lika god rating som kreditvärdiga stater, dvs. AAA i kreditbetyg, men likviditeten i dessa papper är inte lika god som i statspapper. Problemet med säkerheter i värdepapper som har låg likviditet är att de inte fungerar särskilt bra som säkerheter eftersom de inte kan omsättas lika snabbt. En fullgod säkerhet ska ju kunna realiseras för att omedelbart gottgöra den som erhållit säkerheten som pant i en transaktion. Marknaden skapade egna säkerheter i form av värdepapper med mycket låga kreditrisker under kreditexpansionen under åren 2004–2007. De visade sig inte fungera alls när det uppstod finansiell instabilitet hösten 2008 p.g.a. att de var förenade med andra risker, inte minst likviditetsrisk.²⁴

Ju större risk det är i en säkerhet, desto lägre värderas den i säkerhetsmassan. I det fall den svenska utestående stocken av statspapper är mycket liten eller obefintlig kommer säkerhetsmassan i

²⁴ Giovannini (2013): *Risk-free assets in financial markets*, BIS Papers, no 72.

den svenska värdepappersmarknaden att vara mer känslig för störningar. Under finansiell instabilitet ökar risken i marknaden och många säkerheter faller snabbt i värde och därför krävs det ofta in mer säkerheter (margin calls) för utestående åtaganden. I och med att riskavdraget vid värdering av säkerheter (den s.k. haircuten) också ökar kan investerare tvingas realisera en del av tillgångarna för att klara sina margin calls vilket förstärker den negativa spiralen i marknaden.

Efterfrågan på statspapper ökar även av andra skäl när det råder finansiellt instabilitet. Statspappers egenskap att vara säkra och likvida gör att vissa placerare, till den del de inte omfattas av insättargarantin, kan vara beredda att placera i statspapper utan att erhålla ränta, precis som i kontanter.²⁵ När riskerna i banksystemet och i värdepapper utgivna av andra emittenter upplevs som betydande kan investerare t.o.m. vara beredda att betala för att få placera i säkra papper. Skulle det inte finnas några svenska statspapper eller likvärdiga räntebärande instrument utgivna i svenska kronor finns inte ett sådant "riskfritt" placeringsalternativ för svenska investerare. De kommer då sannolikt att söka sig till statspapper utgivna av andra stater och i andra valutor som upplevs som säkra och likvida t.ex. Tyskland och USA. Det leder till kapitalutflöden som i sin tur skulle kunna skapa makroekonomiska problem. Om sådana utflöden inte fullt ut skulle valutasäkras, kan det exempelvis ske en kraftig försvagning av kronkursen.

5.9 Marknaden hittar alternativ

Den svenska penning- och obligationsmarknaden har fungerat under en lång tid och under olika marknadsförutsättningar. Investerarna har förtroende för att det finns likviditet i svenska räntepapper där marknadsgaranter är återförsäljare. Marknadsgaranterna har också förtroende för att de erhåller en rimlig långsiktig intjäning som står i relation till risktagandet. Det finns också förtroende för emittenternas långsiktighet att stödja systemet genom marknadsvård och för myndigheters vilja och förmåga att över tid stödja systemet. Riksgälden utgör en viktig pusselbit i detta system och det är mycket troligt att likviditeten i den svenska obligations-

²⁵ Krishnamurthy och Vissing-Jorgensen (2012): *The aggregate demand for treasury debt*. Journal of Political Economy, vol 120, issue 2, s. 233-267.

marknaden skulle försämrats om staten inte gav ut några nya statspapper.

Om likviditeten och prisbildningen på statspappersmarknaden inte fungerar på ett tillfredsställande sätt, kommer sannolikt finansmarknaden hitta andra lösningar. I takt med att statsskulden har minskat har Riksgälden dragit ned emissionerna av statsskuldväxlar. Den utestående stocken uppgick i slutet av 2013 till knappt 94 miljarder kronor, jämfört med cirka 250 miljarder kronor som var normalt fram till 2007. Detta har lett till att likviditeten i statsskuldväxelmärknaden har försämrats.²⁶ Enligt Riksgälden har aktörerna i penningmarknaden i stor utsträckning ersatt statsskuldväxlar med andra korta ränteinstrument. Prissättningen och exponeringen avseende förväntad kortränteutveckling och penningpolitiska beslut hanteras numera i stället via derivat såsom FRA- och RIBA-kontrakt.²⁷

Skulle utbudet av statsobligationer minska i sådan omfattning att likviditet inte kan upprätthållas är det därför troligt att marknaden skulle hitta andra alternativ. För längre löptider är det mest sannolika att man i Sverige för riskavläggning och skattning av riskfri referensränta skulle använda sig av det mest handlade statsränteinstrumenten i Europa, dvs. de tyska statsobligationsterminerna, medan ränteswappar skulle utgöra det mest likvida instrumenten i svenska kronor. Det bör dock noteras att alternativen är förenade med kostnader för att eliminera valutarisker och det krävs säkerheter för att begränsa motpartsrisker i swappar.

Marknadens behov av jämförelseränta på längre löptider skulle sannolikt också tillfredsställas genom swapmarknaden. Swapräntan används i allt större utsträckning som jämförelsenorm vid prissättning av finansiella tillgångar, särskilt i Europa där riskerna och marknaderna i statspapper ser så olika ut från land till land. Även i Norge används swapräntan eftersom likviditeten i den norska statspappersmarknaden är begränsad. I swapmarknaden är likviditeten vanligen god. Dessutom är ränteswappar ett standardiserat instrument som täcker de viktigaste referenspunkterna på avkastningskurvan. Swapmarknaden kan därför erbjuda en användbar referenskurva. I Europa har swapmarknaden dessutom fördelen att den är gemensam för hela euroområdet till skillnad från statspappersmarknaden som skiljer sig från land till land när det gäller t.ex.

²⁶ Riksgälden: *Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2012-2014* (dnr 2011/1692), s. 16.

²⁷ FRA: forward rate agreement. RIBA: terminskontrakt baserat på Riksbankens reporänta.

kreditvärdighet, avvecklingssystem, skattesystem och marknads-konventioner.

Den svenska bostadsobligationsmarknaden är, som nämnts tidigare, sedan några år tillbaka större än statsobligationsmarknaden. Samtliga bostadsobligationer är också s.k. säkerhetsställda obligationer, vilket innebär att innehavaren har rätt till en specifik säkerhetsmassa i det fall emittenten skulle gå i konkurs. Svenska bostadsobligationer har därför en hög kreditvärdighet. Bostadsobligationer är dock, som tidigare sagts, inte helt igenom homogena eftersom de emitteras av fem olika bostadsinstitut.

Likviditeten i bostadsobligationer är sämre än i statsobligationer men bostadsinstituten emitterar, precis som staten, s.k. benchmark-lån i ett fåtal löptider, för att ge ett standardiserat och koncentrerat produktsortiment. Det bidrar till att öka likviditeten i andrahandsmarknaden.

Spreaderna mellan statspapper och bostadsobligationer är normalt sett liten. Spreaderna avspeglar kredit- och likviditetsrisker och bostadsobligationsmarknaden är därför, precis som swapmarknaden, känslig för perioder med osäkerhet och ökad riskaversion. Därför utgör bostadsobligationer inte alltid ett bra substitut för statspapper.

En annan obligationsemittent med hög kreditvärdighet är Kommuninvest som är garanterad av ett antal kommuner och landsting. Den utestående volymen är dock förhållandevis liten, cirka 80 miljarder kronor fördelat på flera löptider, vilket begränsar likviditeten.

De alternativ till svenska statspapper som den svenska marknaden skulle vara hänvisad till vid en kraftig nedgång av statsskulden utgör således hyggliga, om än inte fullgoda substitut. De är förenade med större risker än svenska statspapper, såsom likviditetsrisker, kreditrisker (emittent- och motpartsrisker) och i vissa fall valutarisker.

5.10 Statens refinansieringsrisk kan öka

Ovan har vi pekat på olika områden där staten skulle kunna ha ett *indirekt* intresse av att upprätthålla en fungerande statspappersmarknad eftersom statspapper har betydelse för de finansiella marknadernas funktionssätt. Staten skulle också kunna ha ett *direkt* intresse av att ha en likvid statspappersmarknad för att upprätthålla

sina egna lånekanaler eftersom lånebehovet kan svänga snabbt. Går vi tillbaka i tiden kan vi konstatera att statens skuld svängt kraftigt vid ett flertal tillfällen. Senast detta inträffade var i början 1990-talet då statens skuld steg från 600 miljarder kronor till 1 450 miljarder kronor på nio år.

Fortsätter statsskulden att sjunka är det högst troligt att likviditeten i statspappersmarknaden minskar. Det är erfarenheten från andra länder där statsskulden är liten, till exempel Norge, Australien och Nya Zeeland. En förklaring är att vid en låg emissionsvolym hamnar en större andel av den utestående volymen statspapper hos investerare som håller dem till förfall. Omsättningen på andrahandsmarknaden för statspapper minskar, vilket i sin tur leder till en försämrad likviditet. Denna utveckling är i viss mån självförstärkande eftersom likviditet tenderar att attrahera likviditet. En försämrad likviditet kan därför leda till att mer aktiva och handelsbenägna placerare lämnar den svenska marknaden. Även mindre handelsbenägna aktörer, såsom centralbanker, har likviditet som ett viktigt kriterium i sina placeringsregler. Om likviditeten i svenska statspapper förloras, eller väsentligt försämras, försvinner en viktig särställning för svenska statspapper jämfört med andra kreditvärda instrument såsom kommunobligationer och säkerställda bostadsobligationer.

Anta att staten under ett antal år skulle dra sig ur marknaden. Marknaden skulle då helt ändra karaktär. Det skulle inte längre finnas några marknadsgaranter eftersom det systemet bygger på Riksgäldens återförsäljaravtal. Svenska statspapper skulle bli illikvida och investerarbasen skulle förändras. Statsobligationer utgivna i svenska kronor skulle inte ingå i många investerares portföljer eller investeraruniversum. De skulle inte ingå i likvida obligationsindex.

Om statens lånebehov svänger snabbt, är det av stort värde att ha ett grundmurat förtroende för statspappersmarknadens likviditet. Ett sådant förtroende skulle kunna ta lång tid att återskapa om staten en gång stängt ned marknaden. Investerarbasen i kronpapper skulle vara begränsad och det tar tid innan investerare kommer tillbaka till en marknad som de en gång har lämnat. Marknadsgaranterna finns inte heller där och det är osäkert om det skulle vara möjligt att sätta upp ett liknande marknadsgarantsystem i Sverige som det vi har i dag. Det beror på att det krävs såväl särskild kunskap som särskilda IT-system för att kunna vara marknadsgarant. Till detta kommer att samarbetet mellan marknads-

garanterna har karaktären av ett repeterat spel, där en aktör kan tänka sig att stötta en annan i visshet om att tjänsten kommer att återgäldas i framtiden. Sådana relationer tar tid att bygga upp. Det kan därför ta tid och vara förenat med betydande kostnader att återuppbygga en likvid marknad.

Följaktligen krävs det trovärdig långsiktighet från emittenten för att aktörer ska vara beredda att göra investeringar i att utveckla marknadsgarantfunktionen. Att staten skulle få tillgång till samma likviditet som i dag är därför högst osäkert. Det är mer sannolikt att den svenska statspappersmarknaden skulle bli en förmedlingsmarknad, vilket innebär sämre likviditet och högre upplåningskostnader för staten. Denna slutsats är en viktig utgångspunkt i utredningens fortsatta överväganden.

6 Hur kan statsskuldspolitiken anpassas?

Den nominella statsobligationsmarknaden utgör basen för statens upplåning. I takt med att statsskulden har minskat har Riksgälden därför anpassat sin upplåning i syfte att upprätthålla volymerna i de nominella statsobligationerna. I det här kapitlet tittar vi närmare på vilka anpassningar som Riksgälden har gjort, samt diskuterar vilka ytterligare anpassningar som Riksgälden skulle kunna göra om statsskulden fortsätter att minska.

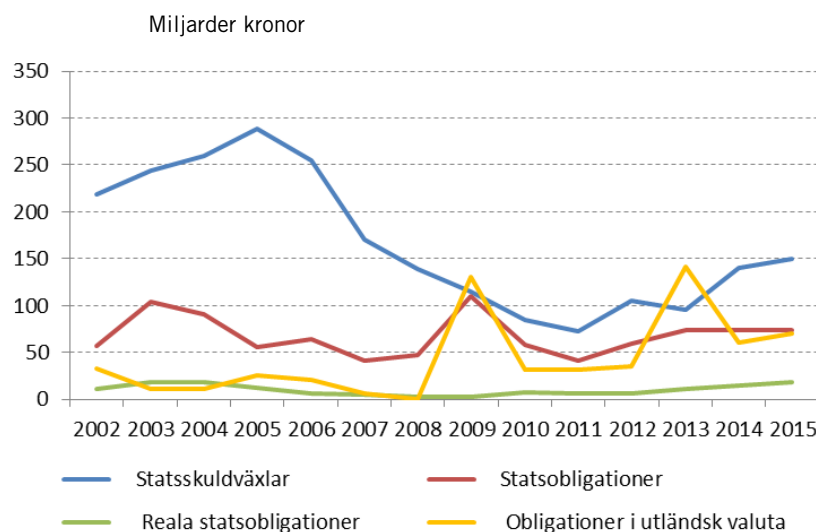
Därefter diskuterar vi möjligheten att överupplåna i syfte att upprätthålla de mest prioriterade upplåningskanalerna och därigenom säkerställa god låneberedskap. I anslutning till detta presenterar vi också en analys av när i tiden behovet av överupplåning skulle kunna uppstå. Vi beskriver hur en sådan överupplåning skulle kunna gå till i praktiken och ger ett exempel på hur de överupplånade medlen skulle kunna investeras. Avslutningsvis undersöker vi vilka internationella erfarenheter som finns på området och redogör för hur dessa länder har hanterat utmaningarna.

6.1 Hur har upplåningen anpassats hittills?

Riksgälden prioriterar sedan länge marknaden för nominella statsobligationer eftersom den utgör basen för statens upplåning. Drygt 60 procent av statsskulden är finansierad med nominella statsobligationer (se avsnitt 3.3.1). Anledningen är att det finns en bred investerarbas för nominella statsobligationer i kronor, både inom och utom landets gränser. Statsobligationsmarknaden är ett viktigt investeringsalternativ för inhemska försäkringsbolag och tjänstepensionskassor, liksom för utländska motsvarigheter. Numera är även utländska centralbanker betydande placerare i svenska statspapper.

En förutsättning för god likviditet i statspappersmarknaden är som tidigare konstaterats att det finns tillräckliga volymer i de utestående lånen (se avsnitt 5.5). För att kunna erbjuda placerarna fortsatt god likviditet i de nominella statsobligationerna när statsskulden har minskat, har Riksgälden därför dragit ned på upplåningen i statsskuldväxlar och i utländsk valuta till fördel för upplåningen i nominella statsobligationer; se diagram 6.1. För att ändå kunna uppnå sina mål om en viss valutaexponering och en viss genomsnittlig löptid använder Riksgälden derivatinstrument. På så sätt kan volymerna i obligationsmarknaden hållas uppe utan att staten behöver betala långa kronräntor.

Diagram 6.1 Bruttoupplåning och prognos, 2002–2015



* Upplåningen i statsskuldväxlar är mätt som utestående stock per den sista december.

Källa: Statsupplåning 2013:03, Riksgälden.

Det kan noteras att den ökning som syns i upplåningen i utländsk valuta under 2009 och 2013 främst beror på att Riksgälden har tagit upp valutalån för Riksbankens räkning om sammanlagt cirka 200 miljarder kronor. I styrningen av statsskulden räknas vidareutlåningen i utländsk valuta bort från skulderna. Vidareutlåningen påverkar därför inte skuldandelar och löptidsmätt i själva styrningen (se avsnitt 3.3.1).

6.2 På kort sikt kan antalet skuldslag minskas

Om statsskulden fortsätter att minska måste statsskuldsförvaltningen anpassas ytterligare. I riktlinjeförslagen för 2012–2014 respektive 2013–2015 analyserade Riksgälden vilka ytterligare anpassningar som skulle kunna göras.¹ Slutsatsen var att det i ett sådant scenario inte längre går att fortsätta låna i alla de låneinstrument som myndigheten använder i dag. Riksgälden bedömde därför att man i ett sådant läge bör prioritera de skuldslag där man har störst möjlighet att snabbt öka upplåningen igen om behovet skulle uppstå i framtiden. Dessa skuldslag är enligt Riksgälden de nominella kronobligationerna och valutaupplåningen. Nedan redogör vi för skälen till Riksgäldens bedömningar och analyserar vilka konsekvenser det kan ha att avveckla olika skuldinstrument.

6.2.1 Nominella statsobligationer och valutaupplåningen bör prioriteras

Riksgälden anser att nominella statsobligationer bör prioriteras eftersom det är det viktigaste skuldslaget och utgör basen för statens upplåning. Tack vare en bred bas av investerare både inom och utom landets gränser finns det potential att öka upplåningen igen om lånebehovet plötsligt skulle bli större.

Enligt Riksgälden är det också angeläget att behålla en viss upplåning i utländsk valuta då detta sänker finansieringsrisken för staten. Det är nämligen i den internationella kapitalmarknaden som Riksgälden har störst möjlighet att låna stora belopp på kort tid, något som myndigheten gjorde under både 1970-talskrisen och 1990-talskrisen, liksom i samband med vidareutlåning till Riksbanken under senare år. På den internationella obligationsmarknaden är den svenska staten bara en liten aktör på en jättelik marknad och har därför goda möjligheter att hitta finansiering.

För att garantera att staten alltid har effektiv tillgång till den internationella kapitalmarknaden anser Riksgälden att det är viktigt att infrastrukturen för upplåningen är etablerad. Infrastrukturen omfattar många delar: kunskap i form av humankapital, rutiner och system, tillgång till marknader och köpare av statspapper (investerarbas), samt legala förutsättningar med till exempel nödvändiga

¹ Riksgälden: *Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2012–2014* (dnr 2011/1692) och *Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2013–2015* (dnr 2012/1672).

avtal. För att säkerställa att detta finns på plats när staten behöver låna, menar Riksgälden att det kan vara motiverat att ge ut ett eller par lån i dollar eller euro per år.

Utredningen kan instämma i Riksgäldens bedömningar och anser att resonemangen är rimliga. Utredningen vill dock inte ta ställning till hur en framtida anpassning bör göras, utan anser att dessa bedömningar bäst hanteras av regeringen och Riksgälden inom ramen för riktlinjeprocessen den dag de blir aktuella.

Utredningen vill dock uppmärksamma regeringen på att det finns ytterligare ett skäl till att bevara möjligheten att låna i utländsk valuta, nämligen för att säkerställa finansieringen av valutareserven. Riksbanken förfogar i dag inte över någon egen kompetens för att låna på den internationella marknaden, även om banken har rätt att ta upp kredit i utländsk valuta i valutapolitiskt syfte.² I stället är Riksbanken hänvisad till Riksgälden. Det är därför viktigt att Riksgälden bibehåller sin kompetens på området. Om inte annat bör frågan uppmärksammas i den fortsatta beredningen av betänkandet av Utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (SOU 2013:9). I det betänkandet föreslås nämligen att storleken på valutareserven under normala omständigheter bör minskas, vilket i så fall skulle öka Riksbankens beroende av Riksgäldens förmåga att snabbt kunna låna upp valuta.

6.2.2 Konsekvenser av att avveckla skuldinstrument

Bland de skuldinstrument som Riksgälden pekar ut som möjliga att avveckla återfinns i första hand privatmarknadsupplåningen, men även upplåningen i realobligationer och statsskuldväxlar. Nedan redogör vi kort för konsekvenserna om dessa instrument skulle avvecklas.

Privatmarknadsupplåning

Enligt utredningens bedömning bör det inte leda till några större konsekvenser att avveckla privatmarknadsupplåningen.³ Denna upplåningsform har visserligen gett direkta besparingar och har historiskt avlastat andra lånemarknader i lägen då staten haft stora

² 7 kap. 4 § första stycket samt 6 kap. 5 § första stycket 3 riksbankslagen.

³ Privatmarknadsupplåningen består av två produkter: premieobligationer och Riksgäldsspar (se avsnitt 3.3.1).

lånebehov, främst under andra världskriget. Men i dagsläget utgör privatmarknadsupplåningen bara cirka fyra procent av den totala statsskulden (47 miljarder kronor).⁴ Det är inte heller någon flexibel upplåningsform eftersom den i första hand styrs av kundernas sparbeslut snarare än Riksgäldens behov av att låna. För kundernas del torde sparformen kunna ersättas av privata alternativ, även om det är få privata aktörer som kan erbjuda samma kreditvärdighet som staten.⁵ Att erbjuda särskilda privatmarknadsprodukter är heller inget självständigt uppdrag för Riksgälden utan upplåningen måste kunna motiveras som en del av det generella målet att minimera kostnaderna med beaktande av risk.

Realobligationer

Att avveckla realobligationsmarknaden är enligt utredningens bedömning ett större beslut än att avveckla privatmarknadsupplåningen. Upplåningen i realobligationer uppgick i december 2013 till 197 miljarder kronor. Detta skuldslag bidrar till att minska risken i statsskulden eftersom ytterligare ett skuldslag ger en mer diversifierad statsskuld. Det finns också goda möjligheter att låna i långa löptider i realmarknaden, vilket bidrar till en lägre refinansieringsrisk. Realobligationsmarknaden har dock inte samma kapacitet att växa på kort sikt som den nominella statsobligationsmarknaden om statsskulden skulle öka igen, även om den skulle kunna ge viss avlastning. Att avveckla realobligationsupplåningen kan därför öka risken i statsskultsförvaltningen.

När Riksgälden introducerade realobligationerna 1994 var en viktig orsak också att man ville erbjuda investerarna en säker *real* avkastning, samt att man ansåg att realskulden ökade tilltron till inflationsmålet eftersom staten inte kan inflatera bort en sådan skuld.⁶ Numera är inflationsmålet så etablerat att trovärdighetsargumentet inte är lika betydelsefullt. Men realobligationer är å andra sidan ingen nackdel för trovärdigheten. Att avveckla realskulden innebär därför att ett visst stöd – om än inte längre lika betydelsefullt – för inflationsmålet försvinner.

⁴ December 2013.

⁵ Insättningar hos banker, kreditinstitut och värdepappersbolag omfattas dock av en statlig insättningsgaranti. Insättningsgarantin ersätter kapital och upplupen ränta upp till ett maximalt belopp motsvarande 100 000 euro per person och institut.

⁶ *Statsskuldspolitiken* (SOU 1997:66), samt ”Tio år med realobligationer – en ny tillgångsklass är etablerad”, anförande av Erik Thedéen på ett seminarium arrangerat av FIM Kapitalförvaltning 12 maj, 2004 Helsingfors, Finland.

Viktigare är likväl att det för investerarna innebär att de inte längre kommer att kunna investera i en säker real tillgång i kronor. Visserligen skulle de kunna investera i andra statliga låntagares realobligationer, men detta skulle inte ge någon säkring mot den svenska inflationen. Investerarna kommer därför att ha svårare att säkra sig mot inhemska inflationsrisker.

Det är också ett stort steg att avveckla realobligationsmarknaden eftersom det kan ta lång tid att starta den igen om det skulle behövas. När realobligationerna introducerades 1994 tog det närmare tio år innan marknaden mognade. Riksgälden provade inledningsvis flera olika försäljningsformer och olika typer av marknadsvårdande åtgärder. Riksgälden lade också ned mycket arbete på kommunikation med återförsäljarna och potentiella slutinvesterar, inte minst inför auktionerna för att sondera marknadsläge och potentiell efterfrågan. Trots detta kunde efterfrågan i auktionerna variera, prissättningen spreta och omsättningen i marknaden vara volatil.

Det är dock troligt att det skulle gå snabbare att återuppbygga realobligationsmarknaden än vad det tog att starta den för tjugo år sen. Då var realobligationer ett relativt okänt instrument och Sverige var bland de första länder i världen som introducerade dem. I dag har investerarna en annan kunskap om instrumentet. Erfarenheter från Danmark, som lade ned sin statsskuldväxelsmarknad i 2008 och sedan startade upp den igen 2010 i samband med finanskrisen, visar dock att det ändå kan ta tid och vara förknippat med extra kostnader att återetablera en marknad (se avsnitt 6.5.3). Startkostnaderna blir också betydligt större om Riksgälden lånar på långa löptider jämfört med växlar på tre eller sex månader. En likviditetspremie på 20 baspunkter innebär till exempel en ökad räntekostnad på 20 miljoner kronor per år för en skuldstock på 100 miljarder kronor.

Statsskuldväxlar

Att avveckla marknaden för statsskuldväxlar är också ett stort steg. Utredningen anser att det största problemet är att Riksgäldens likviditetshantering försvåras. Statsskuldväxlarna är ett flexibelt instrument för att öka och minska upplåningen i syfte att möta svängningarna i statens betalningar. Riksgälden skulle vara hänvisad till kort upplåning i utländsk valuta (s.k. commercial paper, CP) och andra mer kortfristiga låneinstrument, potentiellt med högre likviditetsrisker som följd. (Se kapitel 10 som beskriver Riksgäldens likviditetshantering närmare.)

För den danska skuldförvaltningen, som lade ned sin växelmarknad 2008, var likviditetsförvaltningen ett mindre problem, eftersom de sköter den på ett annat sätt än Riksgälden. I stället för att låna och placera i penningmarknaden har den danska skuldförvaltningen en likviditetsreserv placerad på konto hos den danska centralbanken. Denna reserv, som i genomsnitt uppgår till ett par hundra miljarder danska kronor, kan de sedan använda sig av för att parera svängningar i statens betalningar. Eftersom likviditetsförvaltningen ser annorlunda ut i Danmark är det svårt att dra några slutsatser för svensk del utifrån deras erfarenheter.

Ett annat problem är att statsskuldväxelmarknaden i orostider fyller en viktig funktion för privata aktörer på finansmarknaderna. Det framgick tydligt under finanskrisen 2008–2009 då efterfrågan på statsskuldväxlar steg kraftigt. Detta är också något som Finanskriskommittén tar fasta på när den föreslår att Riksbanken ska kunna låna ut statsskuldväxlar till marknadsaktörerna i likviditetsstödande syfte. Om statsskuldväxelmarknaden läggs ned kommer denna möjlighet att försvinna. Riksbanken förfogar dock över andra och mer direkta sätt att stödja likviditeten, så detta problem torde vara mer begränsat. Riksgälden kan ju också, precis som den danska skuldförvaltningen, starta upp marknaden igen om behov skulle uppstå, även om detta åtminstone inledningsvis kan vara förknippat med vissa extra kostnader.

6.3 På lång sikt kan lånestrategin bara upprätthållas med hjälp av överupplåning

På lång sikt kommer inte ens de åtgärder som vi skissar på ovan att vara tillräckliga om statsskulden fortsätter att minska. I ett sådant läge kommer varken valutaupplåningen eller den nominella statsobligationsmarknaden att kunna upprätthållas, åtminstone inte på samma sätt som i dag. En möjlighet är att staten i ett sådant läge lånar mer än vad som krävs för att finansiera löpande underskott i statens budget och förfallande lån. De medel som lånas upp måste i sådana fall placeras i finansiella tillgångar av något slag. I det här avsnittet undersöker vi när i tiden en eventuell överupplåning skulle kunna bli aktuell.

6.3.1 När kan det bli aktuellt med överupplåning?

En överupplåning blir, som framgår ovan, aktuell om statsskulden minskar och understiger någon kritisk nivå. Det är oerhört svårt att bedöma hur statsskulden kommer att utvecklas på längre sikt (lik-som att ange var den kritiska nivån kan tänkas ligga). Statsfinanserna påverkas av såväl den ekonomiska utvecklingen som av politiska beslut.

Men för att ändå försöka få en uppfattning om när i tiden en överupplåning skulle kunna bli aktuell kan det vara illustrativt att göra en enkel konsekvensberäkning utifrån det framskrivnings-exempel av statsskulden som vi presenterade i diagram 4.3 (där saldomålet varaktigt uppfylls). Enligt exemplet kommer statsskulden att minska till 400–600 miljarder kronor 2030 beroende på hur snabbt BNP antas växa. Skulden skulle dessutom bli ytterligare cirka 200 miljarder kronor lägre om Riksbanken betalar igen sin skuld till Riksgälden. Frågan vi ställer oss är vid vilken tidpunkt det kan bli aktuellt med överupplåning givet denna utveckling och de anpassningar i upplåningen som vi beskriver i föregående avsnitt.⁷

⁷ Liknande beräkningar presenteras i regeringens skrivelse 2011/12:104 *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning*, bilaga 1 "Extern granskningsrapport av statsskulds-politiken 2010 och 2011".

6.3.2 Den kritiska nivån för statsskulden

I tabell 6.1 sammanfattar vi hur stor statsskulden skulle behöva vara för att staten ska kunna upprätthålla den nominella statsobligationsmarknaden och valutaupplåningen i linje med diskussionen i avsnitt 6.3. De redovisade beloppen kan ses som miniminivåer för att staten ska kunna genomföra lånestrategin. Som referens redovisar vi även statsskulden som den såg ut i oktober 2013 (inklusive de valutalån som Riksgälden tagit upp för vidareutlåning till Riksbanken).

Tabell 6.1 Anpassning av upplåningen – miniminivåer för skulden

Miljarder kronor

	Okt 2013	2020	2030
Statsobligationer	593	400	490
Valutalån*	212	60/200	70/200
Realobligationer**	197	66	0
Statsskuldväxlar	89	0	0
Privatmarknadslån	45	0	0
Likviditetsförvaltning	27	30	30
CP och övrigt, valuta	48	50	50
S:a utestående lån	1 212	606/746	640/770
Statsskuld	1 201		
Differens***	11		

* I "valutalån" ingår publika obligationer och övriga kapitalmarknadsskulder. Av detta utgör cirka 200 miljarder kronor vidareutlåning till Riksbanken. För 2020 och 2030 anges två belopp för valutaupplåningen.

Dessa avser Riksgäldens upplåning med, respektive utan, vidareutlåningen till Riksbanken.

** Nominellt belopp, exklusive inflationskompensation.

*** Skillnaden beror på att derivatkontrakt inte ingår i skuldstocken.

Källa: Riksgälden och egna beräkningar.

För att komma fram till beloppen i tabellen har vi gjort följande antaganden. För det första antar vi att Riksgälden avvecklar privatmarknadsupplåningen, statsskuldväxlarna och realobligationerna. De första två skuldslagen avvecklas omedelbart, medan realobligationsstocken antas minska i takt med att de utestående lånen förfaller (det sista lånet förfaller i december 2028). Enligt Riksgälden bör man undvika att köpa tillbaka lånen eftersom det skulle bli dyrt.⁸

⁸ Riksgälden: *Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2012–2014* (dnr 2011/1692) och *Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2013–2015* (dnr 2012/1672).

För det andra antar vi att Riksgälden drar ned upplåningen i nominella statsobligationer och utländsk valuta till ett minimum. För de nominella statsobligationerna innebär det att Riksgälden behåller nuvarande upplåningsstrategi och bygger en marknad med en avkastningskurva upp till tio års löptid. Vi antar dock att myndigheten drar ned antalet lån och lånar genom att ge ut en ny tioåring vart annat år, i stället för som nu var 18:e månad. Det innebär att det sammanlagt kommer att finnas fem lån utestående mellan noll och tio år. Vidare antar vi att varje lån har en volym på 60 miljarder kronor. Det är den volym som Danmarks Nationalbank (som har det operativa ansvaret för statsskuldshöllningen i Danmark) anser behövs för att ge tillfredsställande likviditet i lånen.⁹ Detta betyder att den totala stocken nominella statsobligationer kommer att behöva uppgå till minst 300 miljarder kronor. Till detta kommer Riksgäldens två långa lån på sammanlagt 53 miljarder kronor. Dessa antas avvecklas när de förfaller 2032 respektive 2039. Det ger en miniminivå för obligationsstocken på cirka 350 miljarder kronor. Skriver vi upp den siffran med två procents förväntad inflation per år hamnar vi på en stock på cirka 400 miljarder kronor 2020 respektive 490 miljarder kronor 2030.

För valutaskulden finns det två möjliga scenarier. I dag lånar Riksgälden i utländsk valuta nästan uteslutande för Riksbankens räkning. I övrigt använder sig Riksgälden av derivatinstrument, såsom swappar eller valutaterminer, för att skaffa sig den valuta-exponering som behövs för att uppfylla regeringens riktlinjer. Om Riksbanken fortsätter att låna i utländsk valuta av Riksgälden kan Riksgälden behålla kontakten med de internationella kapitalmarknaderna oavsett statsskuldens storlek. Men om Riksbanken återbetalar sina lån till Riksgälden, kommer Riksgälden att behöva låna för egen del för att behålla nödvändig kompetens och marknadskontakt. Enligt Riksgälden skulle myndigheten i ett sådant läge behöva ta upp åtminstone ett eller två valutalån per år.

I det första fallet kommer Riksgäldens valutaupplåning att vara lika stor som utlåningen till Riksbanken – cirka 200 miljarder kronor. I det andra fallet antas Riksgälden inte ha någon utlåning

⁹ Det finns naturligtvis ingen absolut sanning om hur stor volym som krävs i varje lån för att de ska vara likvida. Nationalbankens uppskattningar bygger på intervjuer från deras återförsäljare, samt på hur stora volymer det finns i de lån som handlas i det europeiska handels-systemet MTS. Se Danmarks Nationalbank (2008): *Government debt policy in the light of falling debt*. De svenska bankföreträdarna har varit ovilliga att uppge en siffra för hur stor volym som behövs. De menar att likviditeten beror på fler faktorer än bara volymen och att de därför inte kan ange en siffra. Siffran 60 miljarder kronor uppges dock inte vara en orimlig siffra.

till Riksbanken. Myndigheten kommer därför bara att låna så mycket den behöver för att behålla kontakten med den internationella kapitalmarknaden. Vi antar att Riksgälden tar upp två valutalån per år – ett i dollar och ett i euro – och att dessa görs i samma volymer som nuvarande lån, dvs. en miljard dollar respektive en miljard euro. Den totala lånevolymen kommer med rådande växelkurser att uppgå till cirka 15 miljarder kronor per år. Under antagandet att lånen har en löptid på mellan två och fem år innebär det en sammanlagd volym på 53 miljarder kronor.¹⁰ Räknar vi upp den siffran med två procents förväntad inflation på samma sätt som ovan handlar det om en valutaupplåning på minst 60 miljarder kronor 2020 och 70 miljarder kronor 2030.

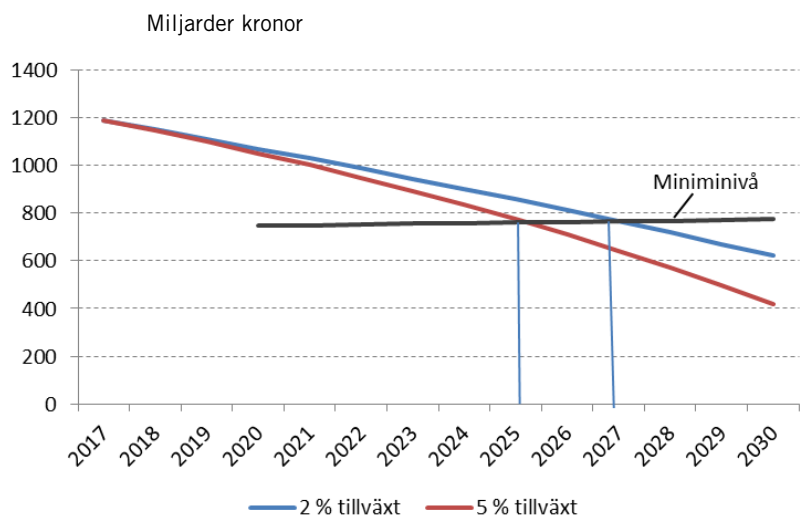
För det tredje antar vi att övriga poster – ”Likviditetsförvaltning” och ”CP och övrigt, valuta” – är oförändrade.

Summerar vi den tänkta upplåningen – som alltså utgör en minimnivå för den upplåning Riksgälden behöver göra för att upprätthålla den nominella statsobligationsmarknaden och upplåningen i utländsk valuta – ser vi att statsskulden 2020 behöver uppgå till omkring 610 miljarder kronor (750 miljarder kronor om Riksbanken fortsätter att låna valuta av Riksgälden). Tio år senare – 2030 – är miniminivån cirka 640 miljarder kronor (770 miljarder kronor inkl. utlåningen till Riksbanken).

6.3.3 Överupplåning kan bli aktuellt i mitten av 2020-talet

Volymerna i tabell 6.1 kan jämföras med den konsekvensberäkning för statsskuldens utveckling som presenteras i diagram 4.3. Jämförelsen illustreras i diagram 6.2. De röda och blå linjerna visar statsskuldens utveckling under perioden 2017–2030 vid två respektive fem procents nominell tillväxt. Den svarta linjen visar miniminivån för statsskulden uppräknad med två procents inflation över tiden. I diagrammet visas bara det fall när Riksgälden har kvar sin vidareutlåning till Riksbanken (dvs. de högre beloppen i tabell 6.1). Om dessa lån skulle återbetalas skulle såväl statsskulden som miniminivån för skulden bli något lägre. Skärningspunkten mellan linjerna skulle komma något år tidigare.

¹⁰ Beräkningen har gjorts på följande sätt: $(2 \text{ år} + 5 \text{ år})/2 \times 15 \text{ mdkr} = 53 \text{ mdkr}$.

Diagram 6.2 När i tiden kan en överupplåning bli aktuell? Statsskuldens utveckling i förhållande till miniminivå

Anm. Denna graf visar statsskuldens utveckling om överskottsmålet varaktigt uppfylls (se konsekvensberäkningen i diagram 4.3) i förhållande till den miniminivå som behövs för statsskulden för att kunna upprätthålla den svenska statobligationsmarknaden och upplåningen i utländsk valuta (se tabell 6.1). I grafen visas det fall då Riksgäldens har kvar sin utlåning till Riksbanken (dvs. de högre beloppen i tabell 6.1).

Källa: Riksgälden och egna beräkningar.

Det står nu klart att de anpassningar av statsskuldspolitiken som Riksgälden kan göra på kort sikt ryms inom ramen för det samlade finansieringsbehovet fram till 2020, men inte fram till 2030. Om överskottsmålet varaktigt uppfylls kan det alltså bli aktuellt att överväga en överupplåning någon gång i mitten av 2020-talet.

6.4 Överupplåning i praktiken

Överupplåning ger staten möjlighet att bevara befintliga lånemarknader och upplåningskanaler i ett skede då lånebehovet är litet. Men att låna pengar och placera dem i kapitalmarknaden är även förknippat med risker. Bland annat måste det säkerställas att överupplåningen görs på ett sätt som inte stör marknaden. Syftet är ju att säkra statens lånekanaler genom att åtminstone inte försämra marknaden funktionssätt. Det är också viktigt att kostnaderna för överupplåningen beaktas och att risken i tillgångsförvaltningen av

de överupplånade medlen begränsas. Nedan tittar vi närmare på hur en överupplåning skulle kunna genomföras i praktiken och hur de överupplånade medlen kan förvaltas.

6.4.1 Överupplåning sprids ut över ett stort antal tillfällen

Som vi beskriver i avsnitt 5.5 går Riksgäldens upplåningsstrategi ut på att låna ofta och i små volymer per auktionstillfälle. Riksgälden har i en tidigare analys av frågan angett att överupplåningen kommer att hanteras på samma sätt.¹¹ Överupplåningen kommer således inte att genomföras vid ett enstaka tillfälle, utan kommer att spridas ut över ett stort antal tillfällen.

Skälet till detta är att Riksgälden gärna vill upprätthålla en viss volym i de löpande auktionerna, eftersom alltför små emissionsvolymer försämrar prisbildningen i primärmarknaden och ökar osäkerheten för investerarna. Ett sådant tillvägagångssätt ligger även i linje med skuldförvaltningens ambition att vara förutsägbar och transparent, dvs. att inte överraska marknaden. Ett frekvent tillskott av obligationer i marknaden begränsar också risken för att en betydande andel av utestående stock hamnar på samma händer, vilket skulle hämma likviditeten.

Enligt Riksgälden skulle en överupplåning genomföras genom att myndigheten lånar lite extra vid varje emissionstillfälle. Hur mycket extra som behöver lånas vid varje tillfälle beror på hur stort finansieringsbehovet är till att börja med, och vilka volymer som man vill uppnå med överupplåningen. För att illustrera hur stora volymer det kan bli frågan om utgår vi från resonemangen i konsekvensberäkningen i avsnitt 6.3.2.

Anta att Riksgälden vill ha åtminstone fem lån utestående för att kunna upprätthålla en avkastningskurva upp till tio år. Det innebär att Riksgälden kommer att emittera ett nytt tioårigt lån vart annat år. Anta vidare att varje lån har en volym på 60 miljarder kronor. Det innebär att emissionsvolymen vid varje emissionstillfälle kommer att uppgå till cirka 1,5 miljarder kronor.¹² Riksgälden genomför nämligen ett tjugotal auktioner varje år.

Anta nu att statsbudgeten går med överskott med 10 miljarder kronor. Det innebär att emissionsvolymerna under året skulle

¹¹ Riksgälden (2011): *Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2012–2014*, Dnr 2011/1692.

¹² Detta beräknas genom att dividera den antagna målvolymen för stocken (60 miljarder kronor) med 40 emissionstillfällen, dvs. $60 / (20 \cdot 2 \text{ år}) = 1,5$ miljarder kronor.

behöva dras ned med en halv miljard kronor per emissionstillfälle. I ett sådant läge skulle Riksgälden kunna få tillåtelse att överupplåna i syfte att behålla den ursprungliga emissionsvolymen på 1,5 miljarder kronor. Överupplåningen skulle i detta fall uppgå till en halv miljard kronor per auktionstillfälle eller motsvarande 10 miljarder kronor på helåret.¹³

6.4.2 Förvaltning av tillgångarna

Överupplåningen kommer att ge upphov till ett kassaöverskott som kommer att behöva förvaltas på något sätt. Utredningen anser att det är viktigt att risken i förvaltningen begränsas. Utredningen kommer att återkomma till denna fråga i avsnitt 7.7, där vi diskuterar målformulering och placeringsriktlinjer för förvaltningen. För att konkretisera hur förvaltningen skulle kunna gå till i praktiken vill vi dock redan nu presentera ett exempel. Nedan återger vi ett exempel som Riksgälden presenterade i sitt riktlinjeförslag för statsskuldsförvaltningen för 2012–2014.¹⁴

Faktaruta: Exempel på investeringsstrategi

Anta att Riksgälden lånar 2 miljarder kronor utöver vad som behövs för att finansiera det löpande underskottet i statens budget. Upplåningen sker i tioåriga statsobligationer och pengarna placeras i tyska statspapper. Samtidigt neutraliseras valuta- och löptidsexponeringen via derivat. Riksgäldens investeringsstrategi är alltså att begränsa risken i placeringarna genom att matcha placeringarna mot skulderna (dvs. överupplåningen).

Riksgälden genomför investeringen på följande sätt: Först swappas kronlånet till räntexponering i euro med hjälp av en ränteswap mellan olika valutor, en s.k. *cross currency swap with initial and final exchange*. Riksgälden mottar då en kronränta i swappen som eliminerar exponeringen i obligationsräntan och betalar i stället en euroränta med samma räntebindningstid som den tillgång myndigheten avser att placera i (t.ex. en tioårig tysk

¹³ Om budgetöverskottet är större kommer förstås även överupplåningen att bli större. Om budgetöverskottet är så stort att det överstiger refinansieringsbehovet – i exemplet 30 miljarder kronor – kommer staten att behöva placera pengar oavsett om någon överupplåning genomförs eller ej (alternativet är att köpa tillbaka utestående lån). Utredningen har inte tagit ställning till hur dessa pengar bör placeras.

¹⁴ Riksgälden (2011): *Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2012–2014*, Dnr 2011/1692.

statsobligation). Samtidigt köper Riksgälden euro för hela beloppet inom ramen för swaptransaktionen och får då 227 miljoner euro enligt rådande växelkurs (november 2013). Detta är den standardtransaktion som Riksgälden regelmässigt använder sig av när den skaffar sig valutaexponering med derivat och är helt ekvivalent med ett reguljärt valutalån.

För eurobeloppet på 227 miljoner köper Riksgälden tyska statsobligationer med samma räntebindningstid som myndigheten swappat kronlånet till. Både skulden (Riksgäldens swappade statsobligationer) och tillgången har nu samma valuta, belopp och ränteexponering. Varken skuldandelar eller löptider (mätt som räntebindningstid) i statsskulden har således påverkats av dessa transaktioner.

När Riksgäldens statsobligation förfaller måste myndigheten köpa euro för att betala igen lånet – kom ihåg att Riksgälden i exemplet har swappat den emitterade statsobligationen till euro. I swapen gjordes nämligen också en valutatermin där Riksgälden förband sig att köpa 2 miljarder kronor för 227 miljoner euro, vilket innebär att Riksgälden behöver 227 miljoner euro vid swapens stängning.

Detta eurobelopp får Riksgälden av den tyska staten när den tyska statsobligationen förfaller och myndigheten behöver därför inte köpa euro på marknaden. För de 227 miljoner euro Riksgälden får, köper myndigheten 2 miljarder kronor i enlighet med avtalet i swappen. Med dessa kronor kan Riksgälden sedan betala tillbaka det ursprungliga obligationslånet.

Riksgäldens exempel visar att det går att placera pengarna från överupplåningen på ett sådant sätt att risken inte ökar i någon större utsträckning. I exemplet får Riksgälden kreditrisk på Tyskland och motpartsrisk från derivattransaktionerna, men placeringarna har inte inneburit någon valuta- eller ränterisk. Vad Riksgälden har gjort är i princip att köpa en tillgång i utländsk valuta med hjälp av ett syntetiskt valutalån (dvs. statsobligation och swap). Därför påverkas inte heller valutamarknaden och växelkursen av transaktionerna. Även motpartsrisken går att begränsa med hjälp av s.k. CSA-avtal (en form av bilateral säkerhetshantering) eller framgent via central motpartsclearing.

6.4.3 Avkastningen reducerar nettokostnaden

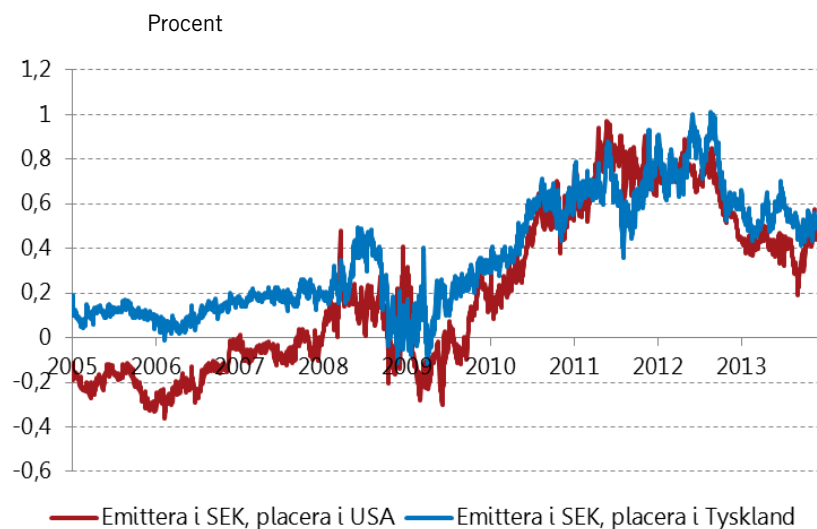
En överupplåning är förknippad med en kostnad eftersom staten betalar ränta på de utestående lånen. Men staten kommer även få intäkter från tillgångsförvaltningen. Utredningen anser därför att det är viktigt att nettokostnaden – dvs. skillnaden mellan kostnader och intäkter – beaktas. Det går dock inte på förhand att säga hur stor nettokostnaden kommer att bli eller ens om det kommer att uppstå en nettokostnad. Först då transaktionerna genomförs kommer nettokostnaden att gå att beräkna. Nettokostnaden beror på vilka transaktioner som genomförs och på marknadsförhållandena vid affärstillfället.¹⁵

I placeringsexemplet ovan beror nettokostnaden för överupplåningen (dvs. nettot mellan ett lån i kronor och en placering i tyska statspapper med motsvarande löptid, inkl. neutralisering av valuta-exponeringen via swappar) på swapspreadarna¹⁶ i Tyskland i förhållande till swapspreadarna i Sverige, samt på spreaden i cross currency basis swappen från kronor till euro. Nettokostnaden kan vara både positiv eller negativ, dvs. överupplåningen kan kosta mer än staten tjänar på placeringarna eller den kan kosta mindre. Historiskt har dock transaktioner av detta slag oftast genererat större intäkter än kostnader. Detta illustreras i diagram 6.3 (blå linje). I diagrammet visas också hur resultatet skulle sett ut om pengarna hade placerats i amerikanska statspapper (röd linje).¹⁷

¹⁵ Staten kan även komma att förlora pengar om Tyskland ställer in betalningarna. Denna risk bedöms i dagsläget vara liten.

¹⁶ Det vill säga skillnaden mellan swapräntan och statsräntan i ett land.

¹⁷ Det bör påpekas att beräkningarna i diagram 6.3 bortser från att det kan finnas vissa transaktionskostnader förknippade med affärerna. Beräkningarna tenderar därför att över-skatta resultatet från överupplåningen något.

Diagram 6.3 Årligt resultat av överupplåning, 3 januari 2005–2 december 2013

Källa: Bloomberg och beräkningar av utredningen.

Som framgår av diagrammet skulle överupplåningen ha lönat sig under hela perioden om pengarna hade placerats i Tyskland.¹⁸ Om pengarna däremot hade placerats i USA skulle överupplåningen ha varit förknippad med en kostnad fram till slutet av 2007 och under vissa perioder under 2008 och 2009. Sedan i slutet av september 2009 har dock överupplåningen lönat sig även för placeringar i USA. Resultaten drivs i huvudsak av skillnader mellan swapspreaden i Sverige och Tyskland eller USA. När swapspreaden i Sverige är större än i det andra landet kommer transaktionen att vara lönsam. Sedan finanskrisen finns det även en premie i basswapmarknaden som gör det fördelaktigt att flytta låneexponering från kronor till euro eller dollar.

För att illustrera hur resultatet av överupplåningen är beräknat och vad som driver resultatet presenterar vi en förenklad sammanställning av de kassaflöden som transaktionerna ger upphov till. Sammanställningen presenteras i tabell 6.2.

¹⁸ Resultatet redovisas i procent och kan ses som den avkastning eller kostnad som staten skulle ha haft för överupplåningen om pengarna hade placerats som i placeringsexemplet ovan. Ett resultat på en procent innebär således att staten skulle ha tjänat tio miljoner kronor årligen för varje miljard som den hade överupplånat. På motsvarande sätt skulle ett resultat på *minus* en procent innebära att staten skulle ha haft en kostnad på tio miljoner kronor.

Tabell 6.2 Kassaflöden under löptiden för en placering i Tyskland (USA)

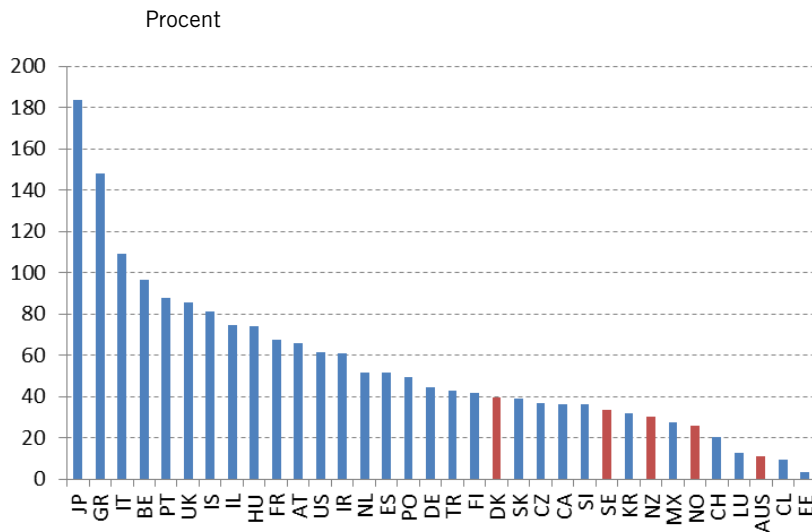
Riksgälden betalar	Riksgälden erhåller
Statsränta SEK	Statsränta EUR (USD)
Swapränta EUR (USD)	Swapränta SEK
	Spread som beror på prissättningen av cross currency (basis) swappar från SEK till EUR (USD) (kan även vara negativ)
Resultat: swappspread SEK – swappspread EUR (USD) + cross currency basis swap spread SEK/EUR (SEK/USD)	

Resultatet beräknas alltså som skillnaden mellan swappspreaden i Sverige och swappspreaden i Tyskland (USA), plus en spread i cross currency basis swappen från kronor till euro (dollar).

6.5 Internationella erfarenheter

Sverige är inte ensam om att ha en låg statsskuld. År 2010 fanns det nio andra länder i OECD som hade en statsskuldkvot som var lägre än Sveriges (se diagram 6.3). Innan finanskrisen 2008–09 fanns det också en diskussion bland skuldförvaltare i flera länder hur statskuldsförvaltningen skulle kunna anpassas till en krympande statsskuld. Av dessa är det bara Australien och Nya Zeeland (vad utredningen känner till) som har valt att överupplåna i syfte att upprätthålla den inhemska statspappersmarknaden.¹⁹ Även Norge kan i någon mening anses överupplåna, eftersom Norge med lätthet skulle kunna amortera av sin statsskuld med hjälp av tillgångarna i Oljefonden (Statens pensjonsfond utland). I Danmark har det också förkommit diskussioner om överupplåning, även om det aldrig har behövts genomföras. Nedan presenterar vi en beskrivning av länderna, samt redogör för hur de har hanterat utmaningarna med en låg statsskuld.

¹⁹ Australien och Nya Zeeland håller även på att bygga upp betydande pensionsfonder för att täcka icke fonderade pensionsåtaganden i framtiden. Pensionsavsättningarna har för Australiens del gjorts i samband med privatiseringsintäkter eller när statsbudgeten har gått med överskott. För Nya Zeelands del har avsättningarna gjorts löpande från statsbudgeten (fram till 2009). Genom dessa avsättningar har båda länderna haft en större lånebehov än de annars skulle ha haft. Även detta kan därför i viss mån betraktas som överupplåning.

Diagram 6.4 Statsskuld i förhållande till BNP, 2010

Källa: OECD.

6.5.1 En överblick av marknaderna

Diagram 6.4 visar hur statsskulden har utvecklats i Australien, Danmark, Norge och Nya Zeeland under perioden 2000–2012. Utvecklingen presenteras i både absoluta tal (i kronor) och som andel av BNP. Som framgår av graferna har statsskulden stigit i samtliga länder efter finanskrisen. Lägst statsskuld som andel av BNP har Australien (17 procent), tätt följt av Norge (21 procent). Lägst statsskuld i absoluta tal har Nya Zeeland (cirka 400 miljarder kronor), också följt av Norge (cirka 700 miljarder kronor). Motsvarande siffror för Sverige 2012 var 1 153 miljarder kronor eller 32 procent av BNP.

Diagram 6.5 Statsskulden utveckling i Australien, Danmark, Norge och Nya Zeeland, 2000–2012

Miljarder kronor och procent



Källa: OECD, samt respektive finansdepartement och centralbanker för 2011 och 2012. Växelkurser från Riksbanken.

Tabell 6.3 visar hur länderna lånar i olika skuldinstrument. Som framgår av tabellen är nominella statsobligationer i inhemsk valuta det viktigaste skuldinstrumentet i samtliga länder. Det är bara Sverige och Australien som har någon större skuld i realobligationer. Danmark började dock låna i realobligationer under 2012 med det uttalade syftet att diversifiera statsskulden och bredda investerarbasen. Vidare är det bara Sverige och Danmark som lånar i utländsk valuta. Statsskuldväxelmärknaden är förhållandevis liten i både Australien och Nya Zeeland, även om den ökade mellan 2007 och 2012.

Tabell 6.3 Statsskuld uppdelad per skuldslag, 2007 och 2012

Miljarder kronor

	Australien		Danmark		Norge		Nya Zeeland		Sverige	
	07	12	07	12	07	12	07	12	07	12
Total skuld	328	1804	585	885	306	718	179	401	1168	1146
Skuld som handlas	328	1804	585	885	266	510	139	401	-	-
<i>Nominella obligationer</i>	266	1642	474	716	214	319	99	340	511	540
<i>Realobligationer</i>	34	126	0	12	0	0	10	33	216	193
<i>Valutalån</i>	0	0	86	105	0	0	15	0	99	108
<i>Växlar</i>	0	35	25	53	52	229	10	27	171	105
<i>Privatmarknad</i>	0	0	0	0	0	0	2	0	62	49

Källa: OECD för 2007. Respektive finansdepartement och centralbanker för 2012. Växelkurser från Riksbanken.

Samtliga länder säljer sina statspapper främst via auktioner. I Danmark säljs statspapperen även löpande (on tap). Sverige, Danmark och Norge har ett återförsäljarsystem som innebär att bara återförsäljarna får delta vid auktionerna. Återförsäljarna har även åtagit sig att fungera som marknadsgaranter i andrahandsmarknaden. I Australien och Nya Zeeland har man ett öppet system där vem som helst (efter godkännande) får delta i auktionerna. Där har banker och andra finansmarknadsföretag organiserat sig på eget bevåg och fungerar som marknadsgaranter på andrahandsmarknaden.

Tabell 6.4 beskriver ländernas upplåningsstrategier och marknaderna för statspapper ytterligare. Som framgår av tabellen lånar alla länder i statsobligationer upp till tio år. Danmark introducerade 2009 även ett trettioårigt lån. I Australien sprids upplåningen ut jämnt över alla obligationer. I Danmark fokuserar man emissionerna på 2, 5 och 10 år, och sedan 2009 även på 30 år. Norge har fem benchmarklån: 2,4, 6, 8 och 10 år. I Nya Zeeland, där de har den lägsta statsskulden i kronor räknat, lånar de främst i 2 och 10 år. I Sverige ligger fokus på 2, 5 och 10 år.

Omsättningsstatistiken är inte helt jämförbar mellan länderna. För Australien avser den hela skuldstocken. För Danmark bara den tioåriga statsobligationen. I Norge, Nya Zeeland och Sverige avses

obligationsstocken. Av dessa tre utmärker sig Sverige med betydligt högre omsättning än de andra.

Australien, Norge och Nya Zeeland har högst andel utländska investerare (drygt 60 procent). Motsvarande siffror för Danmark och Sverige är cirka 35 procent.

Tabell 6.4 Upplåningsstrategi och marknad, 2007 och 2012

	Australien		Danmark		Norge		Nya Zeeland		Sverige	
	07	12	07	12	07	12	07	12	07	12
Benchmarklån, år		1–10	2, 5, 10, 30		2, 4, 6, 8, 10		2 och 10		2, 5, 10	
Volym i tio-åringen, mdkr	31	225	52	108	27	43	14	50	48	77
Omsättningskvot	2,2 ²	1,2 ²	0,6 ⁴	0,2 ⁴	1,4 ¹	0,9 ¹	1,6 ¹	2,2 ¹	7,6 ³	3,7 ³
Antal återförsäljare		–		12		5		–		8
Andel utländska investerare		69 %		34 %		63 %		63 %		36 % ²

¹ Hela skulden. ² Obligationer. ³ Nominella obligationer. ⁴ Tioåringen.

Källa: OECD för 2007. Respektive finansdepartement, skuldkontor och centralbanker för 2012. Statistiska centralbyrån i vissa fall för Sverige. Växelkurser från Riksbanken.

6.5.2 Överupplåning

Det är, som tidigare nämnts, bara Australien och Nya Zeeland som har överupplånat i strikt mening. I båda länderna har motivet varit att upprätthålla den inhemska statspappersmarknaden, eftersom den anses fylla en viktig funktion för det finansiella systemet och ekonomin i stort.

I Australien placerades pengarna från överupplåningen inledningsvis på konto hos centralbanken, men 2008 beslutade regeringen att bredda investeringsmandatet något så att fler tillgångslag skulle kunna komma i fråga.²⁰ Syftet var att öka avkastningen i förvaltningen. Pengarna skulle dock placeras med låg risk. Ansvarig för förvaltningen var det australiensiska skuldkontoret, Australian Office of Financial Management (AOFM). Utredningen har inte kunnat belägga om AOFM fortfarande har några överupplånade

²⁰ Pressmeddelande från Wayne Swan MP, Deputy prime minister and treasurer, 20 maj 2008.

medel under förvaltning. Inte heller om pengarna placerades i inhemsk eller utländsk valuta.

I Nya Zeeland placerades pengarna från överupplåningen, enligt företrädare för den nya zeeländska skuldförvaltningen, i "mycket likvida tillgångar". Placeringarna hade en placeringshorisont fram till nästa obligationsförfall, vilket är ungefär vart annat år. Även i Nya Zeeland var det landets skuldkontor, New Zealand Debt Management Office (NZDMO), som ansvarade för förvaltningen. Inte heller i detta fall har utredningen kunnat belägga om skuldkontoret har kvar några medel under förvaltning eller om placeringarna gjordes i inhemsk eller utländsk valuta.

6.5.3 Problem med att öka upplåningen

Erfarenheterna i Danmark och i Norge under finanskrisen vittnar om att det kan vara svårt att starta upp en marknad som en gång har lagts ned, liksom att öka upplåningen i en liten marknad. En marknad är beroende av en väl fungerande infrastruktur. Detta omfattar många delar: kunskap i form av humankapital, rutiner och system, tillgång till köpare av statspapper (investerarbas), legala förutsättningar med till exempel nödvändiga avtal och återförsäljare. Det kan därför vara svårt att återstarta en marknad när man väl har lagt ned den. På samma sätt kan det vara svårt att attrahera investerare till en liten och inte så likvid marknad. Investerarna styrs av processer som är långsamma att ändra på. Det handlar om närvaro i marknaden, kunskap i form av humankapital, investerarpolicys som måste ändras av styrelser, rutiner och system för att hantera tillgångar, etc.

I Danmark hade Danmarks Nationalbank i slutet av 2008 upphört att emittera statsskuldväxlar eftersom lånebehovet var lågt och man ville koncentrera upplåningen till de långa obligationerna. När Nationalbanken sedan ville öppna upp statsskuldväxelprogrammet igen i början av 2010 var det, enligt företrädare för banken, förknippat med betydligt större svårigheter än de hade räknat med. Investerarna hade lämnat marknaden och det var svårt att locka tillbaka dem. Danmarks Nationalbank var tvungen att skära i volymerna i auktionerna och de tvingades betala högre räntor än de hade tänkt sig. Det tog närmare ett år innan marknaden hade etablerats igen och fungerade tillfredsställande.

I Norge – som har en mycket låg statsskuld och vanligtvis ett lågt lånebehov – har staten vid två tillfällen under senare tid ökat upplåningen betydligt. Det första var i samband med den ”bytteordning” som instiftades 2008 till följd av den likviditetskris som uppstod efter Lehman Brothers fall. Norges Bank (som har det operativa ansvaret för statsskuldsförvaltningen i Norge) erbjöd sig då att genom auktioner byta in säkerställda bostadsobligationer mot statsskuldväxlar. Detta bidrog till att stötta bankernas likviditet och möjlighet till finansiering. Bankerna hade dock svårt att hitta köpare till växlarna eftersom investerarna inte tyckte att de var tillräckligt likvida. Växlarna kom därför aldrig att omsättas utan blev kvar på bankernas balansräkningar.

Det andra tillfället var när den norska regeringen startade ett nytt bolag för exportfinansiering (Exsportkreditt Norge AS) och snabbt behövde låna upp stora summor. Exportfinansieringen hade tidigare hanterats via ett fristående bolag (Exsportfinans ASA) som samägdes av staten och bankerna. Under 2012 ökade upplåningen i statsobligationer (netto) med 64 miljarder kronor. Det fick konsekvenser för prisbildningen i marknaden. Volatiliteten ökade, räntan gick upp och ränteskillnaden mot swapen (swapspreaden) minskade från 100 baspunkter till 40. Investerarna ville således ha mer betalt för att investera i norska statspapper.

7 Ett nytt upplåningsändamål – överväganden och förslag

Om statsskulden fortsätter att minska, i linje med överskottsmålet, kommer staten så småningom att ställas inför valet att låta den svenska statspappersmarknaden anpassas till de nya förhållandena eller att överupplåna om marknadens funktionsförmåga ska upprätthållas. I det här kapitlet diskuterar vi för- och nackdelar med att överupplåna och ställer dessa mot behovet att upprätthålla den svenska statspappersmarknaden och därigenom säkerställa en god låneberedskap för staten. Diskussionen utmynnar i ett förslag om att öppna för möjligheten till överupplåning.

Därefter behandlar vi frågan om vem som bör få besluta om överupplåningen och hur beslutsprocessen bör vara utformad. Vidare diskuterar vi målformulering och placeringsregler för tillgångsförvaltningen, liksom vilken myndighet som bör ansvara för förvaltningen. Slutligen diskuterar vi när och till vad som de överupplånade medlen får användas, samt hur överupplåningen bör redovisas.

7.1 Finns det skäl att överupplåna?

Överupplåning är en komplex fråga. Å ena sidan möjliggör det för staten att säkerställa god låneberedskap genom att upprätthålla den svenska statspappersmarknadens funktionsförmåga och bevara möjligheten att låna i utländsk valuta i ett läge där det ordinarie lånebehovet är litet. Å andra sidan strider det mot den gängse principen inom svensk statsskuldspolitik, nämligen att staten bara lånar så mycket som behövs för att fullgöra löpande åtaganden och refinansiera förfallande lån.

Utredningen anser dock att övervägande skäl talar för att det kan vara nödvändigt att överupplåna under vissa perioder i syfte

säkerställa en god låneberedskap för staten. Nedan redogör vi för våra överväganden.

7.1.1 Marknaden ändrar karaktär om statsskulden minskar

I kapitel 5 diskuterar vi hur den svenska statspappersmarknaden kan komma att påverkas om statsskulden – och därmed utbudet av svenska statspapper – minskar. Inledningsvis kommer likviditeten att försämrast, men på sikt är det troligt att marknaden kommer att omvandlas. Om likviditeten och omsättningen försämrast, kommer sådana investerare som värdesätter hög likviditet – och därför också bidrar till den genom att omsätta sina innehav – antagligen att lämna den svenska statspappersmarknaden. Det är intressant att notera att likviditet har en tendens att attrahera likviditet. Därför är det troligt att den svenska statspappersmarknaden kommer att gå mot en s.k. buy and hold-marknad där investerarna håller sina innehav till förfall. Så fungerar till exempel realobligationsmarknaden i stor utsträckning i dag.

Med en sådan utveckling kan det bli svårt för marknadsgaranterna att bistå med likviditet i marknaden. Det skulle bli alltför riskfyllt för dem att gå in som mellanhand och själva ta risk i den egna balansräkningen. Marknaden kommer därför troligtvis att gå mot en förmedlingsmarknad, där köpare och säljare paras ihop utan att mellanhanden själv tar risk. Om statsskulden till sist går mot noll kommer marknaden att helt ändra karaktär, för att till sist försvinna.

7.1.2 Hur påverkas statens upplåningskostnad och möjlighet att låna?

Vilken betydelse kan detta ha för statens framtida finansieringsmöjligheter? I kapitel 5 konstaterar vi att staten har ett direkt intresse av att ha tillgång till en likvid statspappersmarknad eftersom det påverkar statens upplåningskostnader och i slutänden även statens möjligheter att låna överhuvudtaget, åtminstone till rimliga villkor. Nedan diskuterar vi först statens upplåningskostnader och därefter statens möjligheter att låna.

Statens upplåningskostnader

Om likviditeten och prisbildningen i statspappersmarknaden försämras till följd av att statsskulden minskar leder det till mer volatila priser och ökad osäkerhet för alla aktörer i ekonomin. Det kan göra att det blir dyrare för staten att låna. Staten skulle bl.a. få betala en likviditetspremie för att investerarna ska vara intresserade av att investera i svenska statspapper. Å andra sidan skulle ett minskat utbudet av statspapper även kunna leda till att räntan sjunker (priset går upp). Svenska statspapper skulle kunna bli förknippade med en s.k. knapphetspremie.

Det är svårt att på förhand säga vilken av dessa effekter som är starkast. Erfarenheterna från Norge – som har en lägre statsskuld än vad Sverige har i dag – talar för att räntenivå skulle kunna sjunka totalt sett. Å andra sidan är detta resultat känsligt för förändringar. När Norge behövde öka upplåningen förhållandevis mycket för ett par år sedan, ökade också räntan markant och ränteskillnaden mot swapräntan mer än halverades (se avsnitt 6.5.3). Räntenivån påverkas dessutom av andra – och mer fundamentala faktorer – som till exempel statsfinansernas styrka och trovärdighet, förväntningar om penningpolitik och inflation, investerarnas inställning till risk, etc.¹

Även om det är svårt att förutse vilken effekt som är starkast kan det ändå vara intressant att få en uppfattning om hur stor likviditetspremien kan vara.² I en översiktsartikel av Hibbert, Kirchner, Kretzschmar, Li och McNeil (2009) presenteras sex olika studier av likviditetspremien i amerikanska och japanska statspapper.^{3,4} Enligt den lägsta och högsta av dessa skattningar uppgår likviditetspremien till mellan 10 och 55 baspunkter. Det motsvarar 0,3–1,7 miljarder kronor per år i ökade upplåningskostnader för en obligationsstock på 300 miljarder kronor (vilken är den mininivå som vi använder oss av för den nominella statsobligationsstocken i vårt

¹ För en analys av sambandet mellan storleken på olika länders nominella obligationsstock och räntenivån respektive räntevolatiliteten i landet, se regeringens skrivelse 2011/12:104: *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning*, bilaga 1 "Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken 2010 och 2011".

² Dvs. hur stor ränteskillnad det är mellan en obligation som är likvid och en som inte är det.

³ Hibbert, Kirchner, Kretzschmar, Li och McNeil (2009): *Liquidity Premium Literature review of theoretical and empirical evidence*, Research report, Barrie and Hibbert.

⁴ I studierna har likviditetspremien skattats på olika sätt, bl.a. utifrån skillnader mellan köp- och säljkurser (spreadar) mellan statsobligationer som är likvida och de som inte är det, skillnader i avkastning mellan obligationer som är "off the run" and "on the run", skillnader i avkastning mellan statsobligationer och obligationer utgivna av Resolution Trust Corporation (ett statligt amerikanskt organ) etc.

konsekvensberäkningsexempel i avsnitt 6.3). Det är alltså betydande belopp det är fråga om, även om staten kanske inte kommer att belastas med hela premien.

Statens möjlighet att låna

Så länge staten inte har några större lånebehov behöver likviditeten på marknaden och marknadens tillstånd i övrigt inte vara ett så stort problem. Frågan är vad som händer om lånebehovet ökar, i synnerhet om det ökar snabbt. Då kan staten få problem att öka upplåningen, åtminstone till en rimlig kostnad.

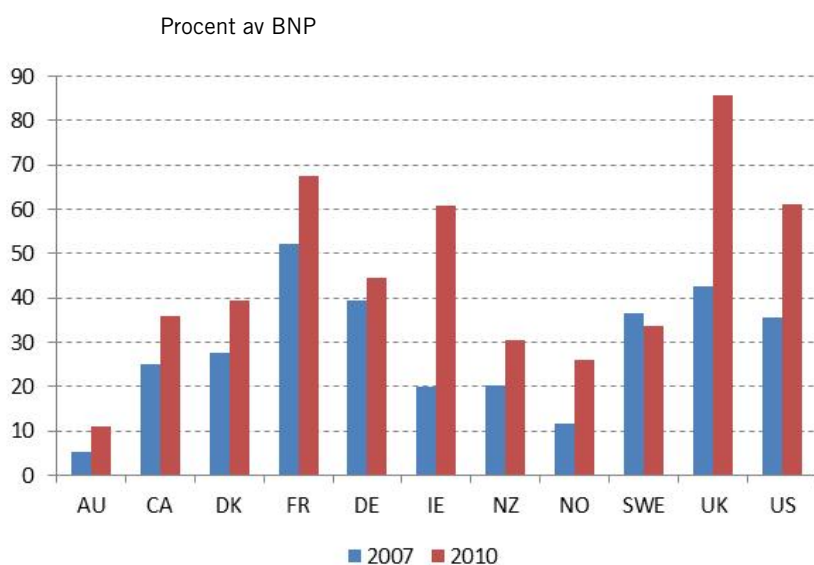
Som vi redovisar i avsnitt 6.5.3 vittnar erfarenheterna i Danmark och Norge under finanskrisen om att det kan vara svårt att starta upp en marknad igen när man väl har lagt ned den, liksom att öka upplåningen i en marknad som är liten. I en marknad måste det finnas, som vi framhåller i tidigare avsnitt, ett grundmurat förtroende för att det finns likviditet i de värdepapper som handlas, liksom för emittentens långsiktiga vilja och förmåga att över tid stötta systemet. En marknad är också beroende av att det finns en väl fungerande infrastruktur. Som all annan infrastruktur tar den tid att bygga upp. Det är därför svårt att starta om en marknad när den väl har lagts ned. Av samma skäl kan det vara svårt att attrahera investerare till en liten och inte så likvid marknad. Även investerarna styrs av processer som är tröga och tar tid att ändra på.

Det är dock svårt, för att inte säga omöjligt, att kvantifiera hur stor merkostnaden skulle bli om staten skulle starta om en marknad som en gång har lagts ned eller om staten skulle öka upplåningen kraftigt på en marknad som är liten och inte så likvid. Kostnaden kommer ju inte minst att bero på i vilka löptider man lånar. Om staten lånar på korta löptider kommer den premie som uppstarten eller expansionen medför snart att försvinna, men om staten lånar på längre löptider kommer staten att få betala premien under många år framöver. Å andra sidan kan det vara riskfyllt att enbart låna på korta löptider i ett läge där de statsfinansiella utsikterna snabbt svängt om och osäkerheten om framtiden därigenom kan vara stor.

7.1.3 Lånebehovet kan svänga snabbt

Det främsta skälet till att överupplåna är för att säkerställa en god låneberedskap för framtiden om det skulle behövas. Som framgår av avsnitt 4.3 kan lånebehovet svänga snabbt även i lägen där statsfinanserna är goda i utgångsläget. Det går därför inte att utesluta att staten skulle kunna få större lånebehov igen även om de nuvarande budgetpolitiska ambitionerna ligger fast. Exempel på detta såg vi under den globala finanskrisen 2008–09, då lånebehovet, och därmed statsskulden, steg kraftigt i många länder runt om i världen (se diagram 7.1 eller motsvarande diagram 4.4). Bland de värst drabbade länderna var Irland där statsskulden ökade från 23 procent av BNP 2007 till 104 procent 2012.

Diagram 7.1 Statsskuld som andel av BNP för utvalda länder, 2007 och 2010

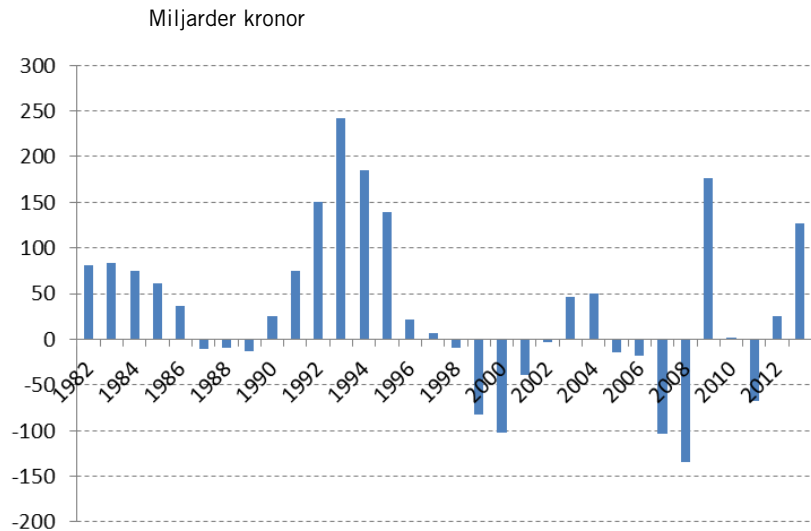


Källa: OECD iLibrary.

Även Sveriges egna erfarenheter från olika ekonomiska kriser visar att statsskulden kan stiga snabbt. Under oljekrisen på 1970-talet mer än sjudubblades statsskulden och under fastighets- och finanskrisen på 1990-talet mer än fördubblades den.

Som framgår av diagram 7.2 (eller motsvarande diagram 4.5) kan lånebehovet även i vanliga fall svänga kraftigt mellan olika år. Mellan 1982 och 2012 uppgick nettolånebehovet som mest till över 240 miljarder kronor (dvs. ett budgetunderskott), och som minst till *minus* 135 miljarder kronor (dvs. ett budgetöverskott).

Diagram 7.2 Statens nettolånebehov, 1982–2013



Anm.: Diagrammet visar statens lånebehov som uppstår på grund av över- och underskott i statsbudgeten. Detta kallas ibland för statens nettolånebehov. Läger man till den upplåning som staten gör för att finansiera förfallande lån får man statens bruttolånebehov.

Källa: Riksgälden.

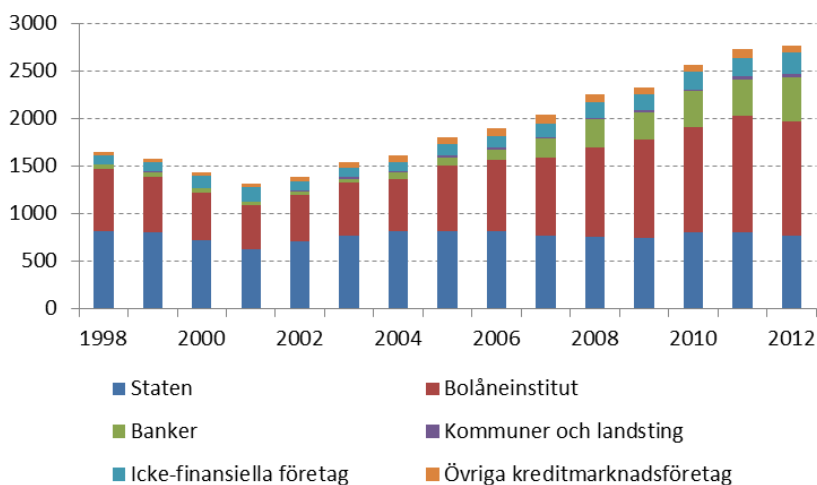
7.1.4 De finansiella marknaderna anpassar sig men kan bli mer sårbara

Möjligheten att överupplåna handlar primärt om att säkerställa en god låneberedskap för staten. Men en överupplåning kan även komma det finansiella systemet till del. I kapitel 5 tittar vi på statspappers betydelse för de finansiella marknaderna och den finansiella stabiliteten. Vi analyserar statspappers betydelse från en rad olika perspektiv: som investeringsobjekt, dess betydelse som riskfri jämförelseränta, dess roll i de finansiella regelverken, som säkerhet i olika transaktioner och som säker tillgång att fly till i tider av finansiell oro. Nedan redogör vi för våra slutsatser.

Som framgår av kapitel 5 utgör svenska statspapper i dag ett viktigt investeringsalternativ för många investerare. Statspapper har en särställning i investeringsportföljen på grund av deras låga kreditrisk, höga likviditet, goda diversifieringsegenskaper, möjlighet till lång duration, etc. Men om marknaden för svenska statspapper krymper kommer dessa att bytas ut mot andra investeringsalternativ. Exempelvis kan vi konstatera att den utestående volymen säkerställda bostadsobligationer har ökat markant i förhållande till den utestående volymen statsobligationer de senaste tio åren (se diagram 7.3).

Diagram 7.3 Emittenter på obligationsmarknaden, 1998–2012

Miljarder kronor



Källa: Den svenska finansmarknaden 2013, Riksbanken.

Ett minskat utbud statspapper relativt privata alternativ leder dock till att mer kreditrisk introduceras i marknaden och därmed i de inhemska tillgångsportföljerna. Detta gör att investerarna blir mer känsliga för störningar i ekonomin.

Om det inte finns något "riskfritt" placeringsalternativ i svenska kronor, är det också sannolikt att svenska investerare kommer att söka sig till statspapper utgivna av andra stater med hög kreditvärdighet. Det leder till kapitalutflöden som i sin tur skulle kunna skapa makroekonomiska problem om dessa utflöden inte fullt ut skulle valutasäkras. Särskilt i tider av finansiell oro kan utflödena

bli stora om det inte finns några ”riskfria” placeringsalternativ i svenska kronor.

I kapitel 5 pekar vi också på att svenska aktörer på de finansiella marknaderna frekvent använder sig av statspappersräntan som en skattning för den riskfria räntan vid prissättning av andra finansiella instrument och vid värdering av t.ex. företag. Men om prisbildningen i statspappersmarknaden försämras på grund av minskad omsättning och likviditet, är det troligt att dessa aktörer kommer att byta ut statspappersräntan mot någon annan ränta, t.ex. swapräntan. Så har det till exempel blivit i Norge. Detta tycks dock ha skett utan någon större dramatik. Enligt företrädare för såväl finansdepartementet, som bankerna i Norge, fungerade prisbildningen i ränteswappen bra även under finanskrisen 2008.

Slutsatsen är därför att även om statspappersräntan fungerar som jämförelseränta i dag, så kommer marknaden att finna alternativ den dag statspappersräntan inte längre uppfattas som en lämplig referensränta. Hur bra dessa är, är dock svårt att säga eftersom alternativen är förknippade med större risker än vad svenska statspapper i dag är förknippade med, t.ex. likviditetsrisk eller valutarisk. Att döma av Norges erfarenheter är det dock sannolikt att dessa problem går att hantera.

Statspapper har vidare en särskild ställning i de finansiella regelverken jämfört med andra värdepapper. De finansiella aktörerna uppmuntras eller tvingas på olika sätt att hålla statspapper. Under kommande år kommer en rad nya regelverk att träda ikraft. Mycket talar för att detta kommer att leda till att efterfrågan på statspapper kommer att öka. Det är dock svårt att förutse i vilken omfattning eftersom delar av regelverken ännu inte är klara. Som beskrivs i kapitel 5 har den europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten, ESMA, försökt skatta hur mycket efterfrågan på högkvalitativa säkerheter i EU kommer att öka i förhållande till utbudet. Enligt beräkningarna kommer efterfrågan att öka, men inte så mycket att det uppstår någon brist på säkerheter. Det är dock osäkert hur relevant detta resultat är för svenska förhållanden. ESMA utesluter inte att det kan uppstå lokala bristsituationer. Någon motsvarande beräkning finns dock inte för svensk del.

I kapitel 5 lyfter vi även fram att statspapper sannolikt fyller sin viktigaste funktion i tider av finansiell oro. Betydelsen av statspapper för finansmarknaderna illustrerades tydligt under finanskrisen 2008–09. Då uppstod en allvarlig förtroendekris på kreditmarknaden och statspapper blev under en period i stort sett det

enda räntebärande instrument som gick att omsätta och belåna. Investerarna övergav tillgångar som var mindre säkra och likvida till fördel för tillgångar med hög kreditvärdighet och likviditet. Detta beteende är inte unikt för denna finanskris, utan har dokumenterats även i samband med andra kriser.⁵ Det går därför inte att utsluta att de finansiella marknaderna kommer att bli mer sårbara i perioder av finansiell oro om det inte finns säkra och likvida värdepapper som statspapper att tillgå.

Sammanfattningsvis anser utredningen att det är svårt att bedöma de fulla konsekvenserna av att statspappersmarknaden krymper. Situationen är förhållandevis unik och konsekvenserna kan bero på en rad faktorer. Det finns dessutom få andra länder som har liknande erfarenheter och som man kan dra lärdom av. Bland de länder som utredningen har tittat på har två av länderna – Australien och Nya Zeeland – dessutom valt att överupplåna i perioder när de egentligen inte har haft något lånebehov. Motivet har då uttryckligen varit att upprätthålla den inhemska statspappersmarknaden och bidra till likviditet. Även Norge kan i någon mening sägas överupplåna, eftersom Norge tillgångar i Oljefonden vida överstiger statskulden.

Med detta sagt gör utredningen bedömningen att de finansiella marknaderna kommer att kunna anpassa sig och hitta nya lösningar för att hantera risk och prissätta finansiella instrument om den svenska statspappersmarknaden krymper. Å andra sidan är det sannolikt att det finansiella systemet i ett sådant läge skulle bli mer sårbart för störningar. Sammantaget anser dock utredningen att det främsta skälet för överupplåning är att upprätthålla statens lånekanaler, snarare än att värna det finansiella systemets stabilitet. Det senare får dock ses som en positiv bieffekt.

7.2 Överupplåning kan genomföras till begränsad kostnad och risk

Enligt utredningens bedömning bör överupplåningen kunna genomföras till begränsad kostnad och risk, under förutsättning att de överupplånade medlen placeras till låg kreditrisk och att övriga marknadsrisker och motpartsrisker begränsas.

⁵ Se Wheeler (2004): *Sound practice in government debt management*, och BIS Committee on the Global Financial System (1999): *How should we design deep and liquid markets? The case of government securities*.

Som framgår av investeringsexemplet i avsnitt 6.4.2 kan risken begränsas genom att pengarna placeras i räntebärande värdepapper med låg kreditrisk, som t.ex. tyska eller amerikanska statspapper. Placeringarna kan även göras på ett sådant sätt att de inte ger upphov till någon ökad valutaexponering eller ränterisk. Även den motpartsrisk som uppstår i samband med derivattransaktioner kan begränsas. Det kan ske genom s.k. CSA-avtal⁶ (en form för bilateral säkerhetshantering) eller genom att denna typ av transaktioner framgent hanteras via central motpartsclearing.

Enligt utredningens bedömning bör överupplåningen inte heller ge upphov till några större kostnader för staten eftersom medlen kan placeras på ett sådant sätt att avkastningen mer eller mindre motsvarar upplåningskostnaden. Hur stor nettokostnaden kan komma att bli är dock svårt att säga eftersom den beror på hur medlen placeras och hur marknadsförhållandena ser ut under den period som överupplåningen pågår. I det historiska exempel som visas i diagram 6.3 framgår dock att nettokostnaden kan vara både positiv och negativ. I exemplet med investeringar i tyska statspapper är dock intäkterna högre än kostnaderna under hela perioden.

Detta säger förstås inget om hur marknadsläget kommer att vara i framtiden, men det kan ändå vara värt att notera att en överupplåning bara skulle vara aktuell i ett läge då det annars råder brist på svenska statsobligationer. I det läget skulle swapspreaden i Sverige sannolikt vara större än i t.ex. Tyskland. Det är därför rimligt att anta att en överupplåning inte skulle kosta staten särskilt mycket, utan snarare ge upphov till en intäkt.

7.3 Andra frågor relaterade till överupplåningen

En överupplåning och det faktum att staten bygger upp en tillgångsportfölj väcker även andra frågor. Vem ska besluta om överupplåningen? När och till vad får medlen i tillgångsportföljen användas? Kan en överupplåning försvåra Riksbankens möjligheter att bedriva penningpolitik? Dessa frågor behandlar vi i avsnitt 7.6 och 7.8.

⁶ Credit Support Annex.

7.4 Kan upplåningen ökas på andra sätt?

Utredningen har undersökt om det i stället för att överupplåna går att öka den normala upplåningen genom att lyfta in sådan upplåning till Riksgälden som sker hos andra statliga aktörer i dag. En sådan lösning förespråkas bland annat i en extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken 2010–11.⁷ Enligt rapporten skulle en sådan åtgärd sannolikt sänka den sammantagna upplåningskostnaden för staten som helhet samtidigt som statspappersmarknadens likviditet skulle förbättras. Även Riksgälden förespråkar en sådan lösning för verksamheter som inte bedrivs i myndighetsform men som är uppenbart inomstatliga.⁸ Riksgälden har också föreslagit att myndigheten bör ges rätt att låna ut pengar till kommuner och landsting/regioner i syfte finansiera sådana infrastrukturinvesteringar som genomförs i samband med s.k. kommunal medfinansiering och förskottering men som egentligen är ett statligt ansvar.

Detta leder dock in på frågor som ligger utanför det statsskuldspolitiska området och som berör hur staten har valt att organisera sig. Utredningen anser därför att dessa frågor lämpligare utreds i ett annat sammanhang.

Utredningen har dock tittat närmare på möjligheten att lyfta in affärsverkens upplåning till Riksgälden. Som diskuteras i avsnitt 8.3 finns det en särreglering i budgetlagen för affärsverken som ger dem rätt att låna både i och utanför Riksgälden. Utredningens kartläggning visar dock att affärsverken inte har någon upplåning utanför Riksgälden i dagsläget.⁹ Däremot förekommer viss finansiering via olika typer av leasingavtal. Bland annat har Svenska kraftnät och Luftfartsverket leasingavtal avseende anläggningstillgångar och Sjöfartsverket avseende räddningshelikoptrar. Utredningens slutsats av detta är att det inte utan vidare går att lyfta in affärsverkens upplåning (i form av leasingavtal) till Riksgälden (se även avsnitt 8.3).

⁷ Regeringens skrivelse 2011/12:104 *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning*, Bilaga 1 "Extern granskningsrapport av statsskuldspolitiken 2010 och 2011".

⁸ Riksgälden (2013): *Förslag om lån i Riksgälden*, dnr 2013/228.

⁹ Se affärsverkens årsredovisningar för 2012.

7.5 Utredningens överväganden och bedömning

Utredningens bedömning: Det är viktigt att upprätthålla en väl fungerande statspappersmarknad i syfte att säkerställa god låneberedskap. Av samma skäl är det även viktigt att det finns nödvändig kompetens och infrastruktur på plats för att snabbt kunna ta upp lån på de internationella kapitalmarknaderna.

Skälen till utredningens bedömning: Utredningen bedömer att även om de budgetpolitiska ambitionerna med ett överskott i den offentliga sektorns finansiella sparande ligger fast, går det inte att utesluta att staten kan få lånebehov igen och att behovet kan komma snabbt och oväntat. Ett grundläggande skäl till att med hjälp av överskottsålet reducera statsskulden är dessutom just att skapa större utrymme att med lånade medel kunna hantera de statsfinansiella påfrestningar som kan tänkas uppstå i framtiden. Mot bakgrund av detta anser utredningen att det är viktigt att säkerställa en god låneberedskap genom att upprätthålla den svenska statspappersmarknaden även i perioder då det ordinarie lånebehovet är litet.

Det finns i dag ett grundmurat förtroende för att det finns likviditet i svenska räntepapper, liksom för emittentens vilja och förmåga att långsiktigt stödja systemet. Under omständigheter där statens lånebehov snabbt skulle kunna svänga är det av stort värde för staten som emittent att ha ett sådant förtroende. Den svenska statspappersmarknadens struktur och funktion kan därför betraktas som en investering som är värd att skydda. Om staten slutar att stötta likviditeten i statspappersmarknaden eller t.o.m. drar sig ur marknaden under en period, är det inte säkert att det går att bygga upp en liknande marknad igen.

Möjligheten att överupplåna bör även omfatta statens förmåga att låna i utländsk valuta, eftersom detta av erfarenhet är en viktig finansieringskälla i lägen då statens snabbt behöver låna. För ha en effektiv tillgång till de internationella kapitalmarknaderna är det nödvändigt att staten har rätt kompetens och infrastruktur på plats även under perioder då lånebehovet är litet.

Möjligheten att överupplåna kan i det här perspektivet ses som en försäkring för att säkerställa goda finansieringsmöjligheter för staten även i framtiden. Som framgår av den tidigare diskussionen om förvaltningen av de överupplånade medlen är det troligt att en sådan försäkring inte heller skulle behöva vara förknippad med

någon större kostnad eller risk. Försäkringspremien skulle alltså vara låg.

Erfarenheterna i Australien och Nya Zeeland under finanskrisen bekräftar värdet av att upprätthålla en tillräckligt stor statspappersmarknad för att säkerställa att staten klarar att hantera stora och plötsliga uppgångar i lånebehovet. Såväl Australien som Nya Zeeland var mycket lågt skuldsatta innan den globala finanskrisen 2008–09 bröt ut. Båda länderna har också periodvis valt att fortsätta emittera statspapper, i syfte att stötta och upprätthålla marknaden, trots att de inte har haft något lånebehov. I kölvattnet av finanskrisen drabbades länderna dock av stora budgetunderskott som snabbt behövdes finansieras. Tack vare att de hade en väl fungerande infrastruktur för upplåningen på plats kunde de låna stora belopp utan större problem.¹⁰

Möjligheten att överupplåna handlar således primärt om att säkerställa en god låneberedskap för staten. Men en överupplåning kommer även att komma det finansiella systemet till del. Även om utredningen bedömer att de finansiella marknaderna kommer att kunna anpassa sig till en krympande statsskuld, så är det sannolikt att det finansiella systemet blir mer sårbart. En väl fungerande statspappersmarknad torde därför bidra till att det finansiella systemet fungerar mer effektivt, inte minst genom att det är mer robust och mindre sårbart för störningar.

7.6 Hur ska överupplåningen regleras?

7.6.1 Ett nytt upplåningsändamål

Utredningens förslag: Med riksdagens bemyndigande ska regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgälden få ta upp lån till staten i syfte att säkerställa en god låneberedskap.

Utredningens bedömning: Regeringen bör besluta om riktlinjer för överupplåningen. Dessa utfärdas lämpligen inom ramen för den ordinarie riktlinjprocessen för statsskuldsförvaltningen.

¹⁰ ”The global debt crises and Australia”, anförande av Rob Nicholl, vd för det australiensiska skuldkontoret, Australian Office of Financial Management (AOFM), 8 oktober 2012.

Skälen för utredningens bedömning och förslag

Ett nytt upplåningsändamål i budgetlagen

Utredningen anser att det ska vara möjligt för staten att överupplåna i syfte att säkerställa en god låneberedskap genom att upprätthålla en fungerande inhemsk statspappersmarknad och bibehålla nödvändig kompetens och infrastruktur för att ta upp lån på de internationella kapitalmarknaderna. Utredningen vill därför öppna för denna möjlighet i lagstiftningen. Det kan göras genom att det förs in ett nytt upplåningsändamål i budgetlagen. Därmed pekas möjligheten till överupplåning ut och det kommer att finnas ett tydligt ramverk för beslutsprocessen den dag behovet skulle aktualiseras.

Det bör noteras att det nya upplåningsändamålet inte innebär ett utvidgat statsskuldspolitiskt uppdrag. Målet för statsskuldspolitiken förändras inte, eftersom syftet med överupplåningen endast är att upprätthålla Riksgäldens lånekanaler för framtida lånebehov.

En överupplåning är dock, som vi har konstaterat tidigare, en komplex fråga. Ett beslut om överupplåning bör därför grundas på en sammantagen bedömning av de områden som vi pekar på i avsnitt 7.1. Beslutet bör också fattas av riksdagen, se nedan.

Bemyndigande av riksdagen

En överupplåning kan över tid uppgå till betydande belopp. Som framgår ovan förutsätter avgörandet också överväganden i en rad frågor. Utredningens analys visar dessutom att tidpunkten för när en överupplåning kan bli aktuell ligger relativt långt fram i tiden. Frågan om när och till vilket belopp överupplåning får ske bör därför i det enskilda fallet beslutas av riksdagen genom ett bemyndigande efter förslag från regeringen i exempelvis budgetpropositionen. Riksdagen kan i bemyndigandet precisera ramarna för överupplåningen. Exempelvis kan riksdagen ange hur mycket överupplåning som får genomföras under viss period, eller ange ett målvärde för den utestående stocken statspapper. I samband med detta kan riksdagen även ange ramarna för förvaltningen av de överupplånade medlen. Exempelvis kan riksdagen ange målet för förvaltningen (se avsnitt 7.7).

En överupplåning bör dock inte genomföras innan andra möjligheter har prövats. Exempelvis bör statsskuldsförvaltningen anpassas genom att upplåningen koncentreras till i första hand nominella statsobligationer och valutalån, i linje med de överväganden som presenteras i avsnitt 6.2. Utredningen vill dock inte föregripa detta beslut, utan menar att dessa överväganden lämpligast görs av regeringen och Riksgälden inom ramen för riktlinjeprocessen. Riksgälden kan också i det här sammanhanget överväga om den kan vidta några ytterligare marknadsvårdande åtgärder för att förbättra likviditeten i marknaden i ett läge där statsskulden minskar. Slutligen kan övervägas om upplåningen kan ökas på andra sätt, t.ex. genom att sådan upplåning som sker hos andra statliga aktörer lyfts in till Riksgälden. Detta kräver dock att staten ser över det sätt som den har valt att organisera sig på. Att låta statliga bolag eller kommuner och landsting låna i Riksgälden skulle exempelvis inte vara förenligt med nuvarande principer.

Även om det inte väntas uppstå ett behov av överupplåning under de närmaste åren är det ändå av värde att redan nu öppna för möjligheten till detta genom att införa ett sådant upplåningsändamål i budgetlagen. Skälet är att detta skulle befästa statens och Riksgäldens långsiktiga åtagande i marknaden. Det kan bidra till en lägre likviditetspremie redan i dag eftersom marknadsaktörerna kan känna sig mer trygga avseende den svenska statspappersmarknadens likviditet på lång sikt.

Regeringen bör besluta om riktlinjer

Om regeringen får ett bemyndigande av riksdagen att överupplåna bör detta följas av att regeringen utfärdar riktlinjer för hur överupplåningen ska genomföras i praktiken och hur de upplånade medlen ska förvaltas. En sådan ordning passar väl in i den ordinarie styrningen av statsskuldspolitiken. Regeringen bör därför inkludera ovan nämnda riktlinjer i sitt vanliga riktlinjebeslut.

Riktlinjebeslutet avseende överupplåningen bör även utvärderas inom ramen för den ordinarie utvärderingsprocessen. Som en del i utvärderingen bör kostnaderna för överupplåningen och intäkter från de tillgångar som medlen placeras i särredovisas. Så gjordes t.ex. i samband med Riksgäldens extra emissioner i statsskuldväxlar i samband med finanskrisen 2008–09.

7.6.2 Överupplåning ska ske inom ramen för penningpolitikens krav

Enligt målet för statsskuldsförvaltningen ska statsskulden förvaltas så att kostnaden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska dessutom ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Eftersom en överupplåning enligt förslaget inte skiljer sig från annan upplåning följer att även denna upplåning ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Utredningen har dock svårt att se att en överupplåning skulle kunna få några negativa konsekvenser för penningpolitiken. Som vi beskriver i avsnitt 5.5 går Riksgäldens upplåningsstrategi ut på att låna ofta och i små volymer per auktionstillfälle. Riksgälden har i sin analys av frågan om överupplåningen angett att överupplåningen kommer att hanteras på samma sätt.¹¹ Överupplåningen kommer således inte att genomföras vid ett enstaka tillfälle, utan kommer att spridas ut över ett stort antal tillfällen.

Enligt utredningens bedömning är detta ett ändamålsenligt sätt att hantera överupplåningen. Utredningen kan inte heller se att det skulle ligga i Riksgäldens intresse att agera på något annat sätt. Som framgår av avsnitt 5.5 är en viktig del i Riksgäldens marknads-vård att vara öppna och transparanta vad gäller statens upplånings-behov och upplåningsstrategi. Det skulle därför vara oförenligt med Riksgäldens uppdrag att genomföra överupplåningen vid ett enstaka tillfälle och därigenom överraska marknaden med en emissionsvolym som är mångdubbelt större än volymerna som erbjuds vid de ordinarie auktionstillfällena. Ett sådant agerande skulle inte heller vara förenligt med målet om att minimera kostnaderna med beaktande av risk, eftersom det leder till ökade räntor och ökad oro på stats-pappersmarknaden.

Såsom utredningen föreställer sig att överupplåningen kommer att gå till, och såsom det har beskrivits av Riksgälden, kommer överupplåningen snarare att handla om att Riksgälden ges möjlighet att behålla en emissionsvolym på exempelvis två miljarder kronor per auktionstillfälle, i stället för att sänka den till en och en halv miljard kronor. Sådana förändringar har ingen betydelse för penningpolitiken under normala omständigheter och utredningen kan inte se att det skulle spela någon roll om medlen används för

¹¹ Riksgälden (2011): *Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2012–2014*, Dnr 2011/1692.

reguljära statliga utbetalningar eller för gradvis uppbyggnad av en värdepappersportfölj.

Även om risken är liten att det uppstår konflikt mellan överupplåningen och Riksbankens möjlighet att bedriva penningpolitik är det viktigt att Riksbankens bedömningar vägs in i beslutsprocessen för överupplåningen. Detta säkerställs genom utredningens förslag på beslutsprocess (se avsnitt 7.6). Enligt denna ska regeringen vända sig till riksdagen med begäran om bemyndigande att överupplåna. Av beredningskravet för regeringsärenden följer att regeringen i sådana ärenden ska inhämta behövliga upplysningar och yttranden från berörda myndigheter (se 7 kap. 2 § regeringsformen), vilket i detta fall inkluderar Riksbanken. Därmed kan behovet av avvägning mellan överupplåning och penningpolitik tillgodoses.

Riksbanken kommer även ha möjlighet att yttra sig över den närmare utformningen av överupplåningen. Enligt utredningens förslag ska regeringen besluta om riktlinjer för överupplåningen den dag detta aktualiseras. Dessa beslutas lämpligen som en del i det ordinarie riktlinjebeslutet för statsskuldsförvaltningen. Enligt bestämmelserna i budgetlagen ska regeringen inhämta förslag till riktlinjer från Riksgäldens samt låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldens förslag. Tillsammans med utredningens förslag om att i budgetlagen förtydliga att Riksbanken ska beredas tillfälle att yttra sig över samtliga förslag till riktlinjer (se avsnitt 11.2) säkras behovet av avvägning mellan statsskuldspolitiken och penningpolitiken även vad avser överupplåningens närmare utformning.

Därutöver finns även krav på samråd mellan Riksbanken och Riksgälden i frågor av större penningpolitiska betydelse (se förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret).

Utredningen kan i detta sammanhang konstatera att förutsättningarna för penningpolitiken torde underlättas med väl fungerande finansiella marknader, inklusive marknaden för statspapper. I den utsträckning som överupplåningen bidrar till att upprätthålla marknadens funktionssätt bör detta ha en positiv inverkan på Riksbankens möjligheter att bedriva penningpolitik.

7.7 Mål och placeringsregler för tillgångsförvaltningen

Utredningens bedömning: Förvaltningen av de överupplånade medlen bör ske på ett sådant sätt så att risken i förvaltningen minimeras samtidigt som avkastningen beaktas. Detta kan uppnås genom att medlen placeras i tillgångar med låg kreditrisk och på ett sätt som matchar överupplåningen i termer av löptid och valutaexponering.

Målet för tillgångsförvaltningen bör inte anges i budgetlagen. Det bör i stället ankomma på riksdagen att i samband med bemyndigandet om överupplåning ange det mål som ska gälla för tillgångsförvaltningen. Regeringen bör utifrån detta mål fastställa mer detaljerade placeringsriktlinjer för förvaltningen.

Skälen för utredningens bedömning

Riksdagen bör besluta om mål för tillgångsförvaltningen i samband med att bemyndigandet ges

En överupplåning ger upphov till ett kassaöverskott som kommer att behöva placeras på något sätt. Staten bygger således upp en tillgångsportfölj som är finansierad med lånade medel (vi kallar denna ”överupplåningsportföljen”). Utredningen har analyserat hur denna portfölj bör förvaltas.

Om man utgår från målet för statsskuldsförvaltningen, som är att minimera de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk (5 kap. 5 § budgetlagen), skulle motsvarande mål för tillgångsförvaltningen bli att maximera de långsiktiga intäkterna med beaktande av risk. Utredningen anser dock att detta inte är en ändamålsenlig målformulering. Syftet med överupplåningen är inte att tjäna pengar, utan att säkerställa god låneberedskap genom att se till att statens viktigaste lånekanaler upprätthålls (se avsnitt 7.5).

Utredningen anser därför att en lämpligare målformulering är att minimera risken i tillgångsförvaltningen med beaktande av avkastningen. En sådan målformulering överensstämmer också med de riskpreferenser som regeringen har gett uttryck för i andra sammanhang vad gäller medelförvaltningen inom staten, se exempelvis förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgälden (5 §).

Detta innebär dock inte att en överupplåning aldrig ska få kosta något. I praktiken köper staten en försäkring för att få tillgång till en säker och kostnadseffektiv upplåning i framtiden. Detta bör avspeglas i statens bedömningar om kostnaden.

Utredningen har även övervägt om målet för tillgångsförvaltningen bör föras in i budgetlagen. Utredningen anser dock att detta inte bör göras. Överupplåning förutsätter ett särskilt bemyndigande av riksdagen. Det finns därför utrymme för riksdagen att ta ställning till ett mål i samband med att bemyndigandet ger. Till detta kommer att beslutet av allt att döma ligger långt fram i tiden. Även om utredningen anser att det redan nu går att ange vissa huvudprinciper för förvaltningen av tillgångarna (vilka vi redovisar nedan) kan det inte uteslutas att förhållandena ser annorlunda ut när frågan om överupplåning aktualiseras. Behovet av en lagfäst bestämmelse för målet för tillgångsförvaltningen framstår därför som litet. Övervägande skäl talar i stället för att riksdagen anger ett mål för förvaltningen av de överupplånade medlen i samband med att bemyndigandet om överupplåning lämnas.

Vidare anser utredningen att regeringen, med utgångspunkt från riksdagens övergripande mål, bör fastställa mer detaljerade riktlinjer för tillgångsförvaltningen. Det görs lämpligen inom ramen för den ordinarie riktlinjeprocessen för statsskuldsförvaltningen.

Några utgångspunkter för tillgångsförvaltningen

Ett sätt att minimera risken i förvaltningen är att medlen placeras i tillgångar med låg kreditrisk, t.ex. obligationer utgivna av stater med hög kreditvärdighet eller vissa internationella finansinstitutioner som t.ex. EIB, NIB eller Världsbanken (som också har hög kreditvärdighet). Placeringar i svenska statspapper är dock knappast aktuella med tanke på att syftet med överupplåningen är att öka privata aktörers tillgång till just svenska statspapper. Placeringarna bör inte heller göras på ett sådant sätt att de snedvrider den inhemska kreditförsörjningen. Det är således inte lämpligt att placera i inhemska kreditinstrument.

Medlen bör vidare placeras på ett sådant sätt att marknadsrisker som valuta- och ränterisk begränsas. Detta kan göras genom att medlen placeras på ett sådant sätt – vid behov med hjälp av derivat – att de matchar överupplåningen i termer av löptid och valuta (se rutan med exempel på investeringsstrategi).

Mot bakgrund av dessa resonemang anser utredningen att regeringens riktlinjer för tillgångsförvaltningen skulle kunna innefatta regler för i vilken typ av tillgångar som medlen får placeras, vilken kreditrisk som regeringen anser vara acceptabel, samt krav på att tillgångarna ska matchas mot skulderna.

7.8 När får de överupplånade medlen användas och till vad?

Utredningens bedömning: De överupplånade medlen bör som huvudregel endast få användas för att betala igen de underliggande lånen den dag de förfaller. I en statsfinansiell kris-situation där det är svårt eller dyrt för staten att låna i marknaden bör medlen dock få tas i anspråk i förtid. En förtida avveckling av tillgångarna i tillgångsportföljen bör beslutas av riksdagen.

Skälen för utredningens bedömning: Utredningen anser att det inte finns något självändamål med att bygga upp en tillgångsportfölj med hjälp av lånade medel (jfr diskussionen i avsnitt 7.10). Överupplåning ska i princip bara ske i syfte att öka utbudet av statspapper i ett läge där statsskulden är liten. Tillgångsportföljen är bara en konsekvens av detta och bör därför som huvudregel bara få användas till att betala igen de utestående lånen den dag de förfaller och inte längre behövs.¹² Om det i detta läge fortfarande skulle finnas behov av att överupplåna kan Riksgälden, efter riksdagens bemyndigande och regeringens bestämmande, göra detta genom att emittera nya lån.

Med denna hantering av tillgångsportföljen och de underliggande lånen framstår det som än mer viktigt att tillgångarna matchas mot skulderna såsom föreslås i avsnitt 7.7. Enklast kan man tänka sig detta som att tillgångarna placeras i ett räntebärande värdepapper med samma löptid som det underliggande lånet. Om överupplåningen till exempel sker genom att Riksgälden emitterar en tioårig statsobligation så ska de överupplånade medlen placeras i en obligation med samma löptid. Denna obligation ska sedan hållas till förfall, varefter den erhållna likviden används för att betala

¹² Uppköp bör enligt Riksgälden undvikas eftersom detta kan påverka prisbildningen på marknaden och medföra ökade kostnader för staten.

tillbaka Riksgäldens obligationslån. Sålunda kommer överupplåningsportföljen (med matchande statsobligationer på skuldsidan) att finnas kvar i tio år.

Även om vi inte menar att obligationer och medel ska öronmärkas på detta sätt i detalj, så bör i alla fall principen för användningen av överupplåningen vägledas av detta. På detta sätt undviker man också eventuella diskussioner om när och hur tillgångsportföljen får avvecklas eftersom avvecklingen kommer att ske mekaniskt i takt med att de utestående lånen förfaller.

Med detta sagt kan det ändå finnas situationer då det är ändamålsenligt att avveckla tillgångsportföljen i förtid (dvs. innan de lån som finansierar portföljen förfaller). Det är i första hand om det uppstår en statsfinansiell krissituation där det är svårt eller dyrt för staten att låna i marknaden. I ett sådant läge ser utredningen ingen anledning till att tillgångsportföljen inte skulle få tas i bruk i förtid. Tvärtom verkar det klokt att sälja tillgångarna i tillgångsportföljen i stället för att nyupplåna om det senare är dyrt för staten. Överupplåningen skulle då omvandlas till "vanlig" upplåning, dvs. sådan upplåning som staten tar upp för att finansiera det löpande underskottet i statens budget och refinansiera förfallande lån.

Utredningen anser dock att en förtida avveckling av tillgångsportföljen bör föregås av ett riksdagsbeslut. Det kan i detta sammanhang vara bra att påpeka att en förtida avveckling av tillgångsportföljen kan leda till att staten realiserar en förlust i tillgångsportföljen. Denna förlust måste givetvis tas med i kostnadsjämförelsen när man jämför alternativet nyupplåning mot försäljning av tillgångarna i tillgångsportföljen.

Avslutningsvis vill utredningen framhålla att existensen av en överupplåningsportfölj knappast torde medföra någon risk för minskad budgetdisciplin eller på annat sätt påverka riksdagens beslut om statens budget. Utrymmet för beslut om statsens inkomster, utgifter och andra budgetposter styrs av det budgetpolitiska ramverket. Hur ett eventuellt budgetunderskott finansieras torde inte påverka inriktningen på statens budget eller dess storlek. Ur ett statsfinansiellt perspektiv är det nämligen ingen skillnad på om staten säljer tillgångar i överupplåningsportföljen för att finansiera ett underskott eller om staten tar upp ytterligare ett lån. I båda fallen blir statens nettoskuld densamma.

7.9 Riksgälden bör ansvara för förvaltning och administration

Utredningens bedömning: Riksgälden bör ansvara för förvaltningen och administrationen av de överupplånade medlen.

Skälen för utredningens bedömning: Utredningen har i uppdrag att föreslå vilken myndighet som bör ansvara för förvaltningen och administrationen av de överupplånade medlen. Eftersom överupplåningen kan antas ligga långt fram i tiden, vara sällan förekommande och möjligen även temporär, anser utredningen att förvaltningen och administrationen åtminstone inledningsvis bör skötas av en redan befintlig myndighet. Skulle dessa omständigheter ändras i framtiden bör nya överväganden göras.

Utredningen har övervägt två myndigheter som skulle kunna ansvara för förvaltningen och administrationen av de överupplånade medlen: Riksgälden och Riksbanken.¹³ Utredningen anser att administrationen lämpligast sköts av Riksgälden, eftersom Riksgälden är den myndighet som sköter själva upplåningen och därför enklast hanterar de administrativa delarna av uppdraget.

Förvaltningsuppdraget är mer fristående och skulle därför kunna skötas av endera myndigheten. Utredningen kan dock konstatera att det i riksbankslagen inte finns någon bestämmelse som ger Riksbanken en uttrycklig möjlighet att utföra ett sådant uppdrag. Ett beslut att lägga ansvaret för förvaltningen av överupplånade medel på Riksbanken skulle därför troligen kräva en ändring i riksbankslagen.

Frågan är då om någon av myndigheterna är bättre lämpad att sköta förvaltningen. Utredningen har dock inte kunnat identifiera något som tyder på det. Båda myndigheterna har den kompetens och infrastruktur med affärssystem, front office, back office, oberoende riskkontroll, systemstöd, etc. som krävs för att förvalta tillgångar av det slag som diskuteras i avsnitt 6.4.2 (räntebärande värdepapper med låg kreditrisk och derivat i form av swappar, terminer, etc.). Riksbanken har visserligen större erfarenhet av tillgångsförvaltning, men givet den typ av förvaltning som vi talar om här bör även Riksgälden kunna sköta uppdraget på ett ändamåls-

¹³ Utredningen har även övervägt Kammarkollegiet, men denna myndighet avskrevs på ett tidigt stadium eftersom dess övriga förvaltningsuppdrag inte har samma inriktning som den som diskuteras i samband med överupplåningsportföljen.

enligt sätt. Riksgälden har, utöver de operationer som myndigheten företar inom ramen för skuldförvaltningen och den aktiva positionstagningen i utländsk valuta, också erfarenhet av tillgångsförvaltning inom ramen för likviditetsförvaltningen. De överskott som uppstår i likviditetsförvaltningen är dock troligtvis mindre än de överskott som det kan bli fråga om i samband med en överupplåning. Överskotten i likviditetsförvaltningen placeras dessutom under betydligt kortare tid.

Den avgörande frågan har därför blivit vilken myndighet som smidigast skulle kunna sköta tillgångsförvaltningen sett ur ett organisatoriskt och administrativt perspektiv. Utredningen anser att detta är Riksgälden. För det första bör tillgångsförvaltningen, enligt utredningens uppfattning, utgå från principen om att matcha tillgångarna mot skulderna. Därför kommer det att finnas en nära koppling mellan tillgångsförvaltningen och skuldförvaltningen. Därmed torde det vara mest effektivt om tillgångsförvaltningen sköts av samma myndighet som också ansvarar för skuldförvaltningen. För det andra skulle det minska behovet av informationsöverföring och betalningar mellan Riksgälden och Riksbanken, vilket annars skulle krävas om Riksbanken skulle sköta förvaltningen.

Även i ett scenario med förtida avveckling av tillgångar ligger Riksgälden närmast till hands. De frigjorda medlen skulle användas för att finansiera statens betalningar, en uppgift som vilar på Riksgälden. Avveckling av tillgångar är, som framgår ovan, ett alternativ till nyupplåning.

7.10 En buffert i krissituationer

Utredningens bedömning: Staten bör inte låna i syfte att inrätta en krisbuffert.

Skälen för utredningens bedömning: Utredningen har i uppdrag att utreda om det finns skäl för staten att låna för att inrätta en tillgångsportfölj som kan användas för att finansiera statliga utgifter i en eventuell framtida krissituation när de ordinarie upplåningsmöjligheterna är starkt begränsade. Utredningen har tolkat detta som att det avser något annat än den ovan diskuterade överupplåningsportföljen. Visserligen skulle en upplåning till en krisbuffert bidra till att upprätthålla befintliga lånekanaler och marknader (i ett

läge där lånebehovet i övrigt är litet) på samma sätt som överupplåningen, men i krisbuffertfallet skulle upplåningen ske i ett helt annat syfte. Det torde bland annat innebära att upplåningen skulle följa ett helt annat mönster över tid, eftersom den inte skulle vara betingad på att lånebehovet i övrigt är litet. På samma sätt skulle avvecklingen av tillgångarna följa ett annat mönster, eftersom krisbufferten bara ska få användas i en statsfinansiell krissituation (se diskussionen om avveckling av överupplåningsportföljen i avsnitt 7.8).

En krisbuffert skulle kunna motiveras av en oro att den svenska staten inte skulle kunna låna i en statsfinansiell kris. Detta hände till exempel Grekland, Portugal och Irland under statsskuldskrisen i Europa. I takt med att investerarna tappade förtroendet för ländernas statsfinanser kunde länderna inte längre finansiera sig på kapitalmarknaderna. I stället tvingades länderna vända sig till EU och IMF för omfattande krisstöd.¹⁴ Detta fick förstås även räntorna på ländernas statspapper att stiga till skyhöga nivåer. Länderna var borta från kapitalmarknaderna under ett antal år. Irland var först med att återvända i mitten av 2013, tätt följt av Portugal. Grekland har som ambition att försöka återvända hösten 2014.¹⁵

Utredningen anser dock att det finns flera skäl som talar emot att staten ska låna för att bygga upp en krisbuffert. Det mest uppenbara är att bufferten skulle utgöras av lånade pengar, vilket knappast skulle hjälpa mer än tillfälligt i ett läge där staten har svårt att låna på kapitalmarknaderna, eftersom även dessa lån kommer att behöva refinansieras. Som framgår i avsnitt 4.3 förfaller omkring 25–30 procent av skulden till betalning varje år. Till detta kommer att Riksgälden regelmässigt har mer kortfristiga lånebehov till följd av att statens kassaflöden visar stor variation under enskilda månader och under året (se kapitel 10). Det krävs därför en gigantisk buffertfond för att den ska göra någon skillnad i ett läge där staten av någon anledning får svårt att låna. Detta illustreras även av storleken på den statsfinansiella försämringen i de länder som nämns ovan.

¹⁴ Även Spanien tvingades vända sig till EU för att söka krisstöd till sina banker. I detta fall utformades dock stödet som ett direkt stöd till bankerna och inte som ett villkorat hjälppaket riktat till statsfinanserna. Spanien har också hela tiden kunna låna på kapitalmarknaderna, även om räntorna har varit höga (närmare åtta procent för de tioåriga statspapperen).

¹⁵ Dagens Industri, 2014-01-09.

Att låna upp stora summor i förskott överensstämmer inte heller med den princip som vägleder statens upplåning i andra sammanhang, nämligen att inte låna mer än vad som krävs för att klara de löpande åtagandena. Två undantag är de extra emissioner som Riksgälden har rätt att göra i stabilitetsstödande syfte enligt 5 kap. 1 § 4 budgetlagen (2011:203) eller den upplåning som Riksgälden gör för Riksbankens räkning för att finansiera valutareserven.¹⁶ Även inom ramen för Riksgäldens likviditetsförvaltning är det vanligt att Riksgälden tillfälligt lånar upp mer medel än vad som omedelbart behövs för att fullgöra statens betalningar. Syftet med det senare är att sprida ut upplåningen över tiden och inte utsätta vare sig staten eller marknaden för alltför stora svängningar. Detta är en naturlig del av likviditetsförvaltningen och en nödvändig förutsättning för att Riksgälden ska kunna sköta sitt uppdrag att finansiera statens verksamhet till lägsta möjliga kostnad med beaktande av risk.¹⁷

En krisfond av det slag som beskrivs i utredningsdirektivet – som alltså är tänkt att användas i ett extremt krisläge när statens upplåningsmöjligheter är begränsade – skulle alltså behöva vara mycket stor. I en nyligen publicerad rapport om Sverige menar Internationella valutafonden (IMF) att en svensk bankkris skulle kunna kosta staten mellan 20–90 procent av BNP beroende på hur omfattande krisen blir och i vilken utsträckning som staten går in och ersätter förluster.¹⁸ Även erfarenheterna från den ekonomiska krisen i Irland visar, som tidigare nämnts, att det kan bli fråga om mycket stora belopp (i Irland steg statsskulden som andel av BNP med 81 procentenheter mellan 2007 och 2012). Det kan knappast vara försvarbart att med lån bygga upp en buffert som är så stor att den kan täcka ett sådant lånebehov.

Det är enbart om avsättningarna till buffertfonden skulle tränga undan andra statliga utgifter under uppbyggnadsperioden som statens egentliga finansiella ställning skulle förbättras. Då handlar det emellertid inte om statsskuldspolitik utan skulle avspegla att budgetpolitiken läggs om genom att överskottsmålet görs långt mer ambitiöst.

¹⁶ Det finns ett antal olika motiv för en centralbank att hålla en valutareserv. För en beskrivning av dessa se t.ex. "Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning" (SOU 2013:9).

¹⁷ För en mer ingående beskrivning av Riksgäldens likviditetsförvaltning, se kapitel 10 "Riksgäldens likviditetsförvaltning".

¹⁸ International Monetary Fund (2013): Sweden – 2013 article IV consultation, IMF country report no 13/277.

Till detta kommer att en fond aldrig är bättre än de tillgångar i vilka den är placerad. För att ha något mervärde vid en kris i svensk ekonomi måste en buffertfond placeras i utländska tillgångar. Men med tanke på Sveriges starka statsfinansiella utgångsläge är utländska finansiella tillgångar finansierade med lån inte alltid en fördel. Det finns således krisscenarier där störningarna kommer från omvärlden och där utländska tillgångar inte utan vidare kommer att kunna omvandlas till betalningsmedel eller till och med ge upphov till realisationsförluster. I så fall är en fond inte en fördel utan en begränsning av statens handlingsfrihet och på möjligheterna att ge ut ytterligare svenska statspapper.

Sammanfattningsvis anser utredningen att staten inte bör låna i syfte att bygga upp en buffertfond. Det bästa sättet att skydda sig mot finansieringsrisker är att värna om goda statsfinanser, dvs. se till att ha en liten nettoskuld i utgångsläget. Därtill är det viktigt att vårda och bevara de lånekanaler som staten normalt använder sig av (se diskussionen i avsnitt 5.5 och slutsatsen i avsnitt 7.5).

7.11 Redovisning av överupplåningen

7.11.1 Förändrad överupplåning

Om Riksgälden, efter medgivande från riksdag och regering, lånar upp mer än vad som behövs för att finansiera det löpande underskottet i statens budget ökar statsskulden mer än vad som förorsakas av det löpande underskottet. Syftet med denna överupplåning är att upprätthålla en väl fungerande inhemsk statspappersmarknad och i övrigt säkerställa god låneberedskap (se avsnitt 7.5). Utredningen har övervägt hur överupplåningen bör redovisas och kommit fram till att det bör ske på ett sätt så att den inte påverkar beräkningen och utfallet av statens lånebehov, dvs. budgetsaldot. Det främsta motivet till detta är att överupplåning inte sker i syfte att finansiera det löpande underskottet i statens budget. Både den föreslagna regleringen i 5 kap. budgetlagen och det att Riksgälden ges ansvaret för placering och förvaltning av dessa medel (se avsnitt 7.9) visar att överupplåningen har en stark och tydlig koppling till statsskuldsförvaltningen.

Det skulle vara möjligt att redovisa överupplåningen specificerad på egen rad under posten *Skulddispositioner m.m.* (se tabell 7.1). Storleken på överupplåning i kombination med att den har en

annorlunda karaktär än övriga skuldskötselåtgärder som redovisas under *Skulddispositioner m.m.* motiverar emellertid att överupplåningen redovisas som egen post. Mot denna bakgrund anser utredningen att överupplåningen bör redovisas som ”*Förändrad överupplåning*” mellan redovisningsposterna *Lånebehov* och *Skulddispositioner m.m.* Det innebär att förändringen av statsskulden i såväl budgetpropositionen som uppföljnings- och utfallsrapportering av statsskulden specificeras på dessa tre poster.

Tabell 7.1 Förslag på redovisning

	2014
Okonsoliderad statsskuld vid ingången av året	x
Förändring av okonsoliderad statsskuld	x
<i>varav:</i>	x
<i>Lånebehov¹</i>	x
<i>Förändrad överupplåning</i>	x
<i>Skulddispositioner m.m.²</i>	x
Okonsoliderad statsskuld ³	x
Eliminering av myndigheters innehav av statspapper	x
Statsskuld vid årets slut ⁴	x
Statsskuldsförändring ⁵	x
Statsskuld i procent av BNP	x

¹ Identiskt med statens budgetsaldo med omvänt tecken.

² Utgörs bl.a. av ny redovisningsmetod.

³ I den okonsoliderade statsskulden ingår statliga myndigheters innehav av statspapper.

⁴ Här avses konsoliderad statsskuld vilket innebär att statliga myndigheters innehav av statspapper räknats bort.

⁵ Avser statsskuldsförändring beräknad på den konsoliderade statsskulden.

Källa: Statstabellen såsom den redovisas i budgetpropositionen.

I posterna *Förändrad överupplåning* och *Skulddispositioner m.m.* redovisas alla faktorer som påverkar statsskuldens förändring utöver den förändring som ges av budgetsaldot. Här redovisas utöver förändringen hänförlig till överupplåningen exempelvis förändringar hänförliga till Riksgäldens likviditetsförvaltning. I likviditetsförvaltningen hanteras sådana överskott och underskott som uppstår när upplåningen inte sker i takt med utvecklingen av det statliga lånebehovet. Dessa redovisas som *Förändringen av penningmarknadstillgångar*. Den föreslagna lösningen för överupp-

låningen är alltså jämförbar med den som redan finns för likviditetsförvaltningen.¹⁹

Även om överupplåning redovisas på en egen post kommer den i övrigt att hanteras på samma sätt som de extra statsskuldväxlar som Riksgälden emitterade under finanskrisens inledande skede hösten 2008. Under tiden som de extra statsskuldväxlarna var utestående ökade Riksgäldens penningmarknadstillgångar. Dessa minskade sedan i takt med att de extra statsskuldväxlarna löpte till förfall då placeringarna användes för att finansiera förfallen. Det kassaöverskott som uppstod till följd av extraemissionerna placerades i huvudsak i omvända repor med bostadsobligationer som säkerhet. Löptiden för placeringarna var densamma som för de extra växlarna.

7.11.2 Hur påverkas statsskuldmått av en överupplåning?

Överupplåning leder till att den *okonsoliderade statsskulden* ökar oavsett hur överupplåningen placeras. Den *konsoliderade statsskulden* ökar också såvida inte överupplåningen placeras i svenska statspapper. Innehav av svenska statspapper elimineras nämligen när man räknar ut den konsoliderade statsskulden. Placeringar i svenska statspapper är dock knappast aktuellt med tanke på att syftet med överupplåningen är att öka privata aktörers tillgång till just svenska statspapper.

Även den *offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld*, den s.k. Maastrichtskulden, ökar om överupplåningen placeras i tillgångar emitterade av aktörer utanför den offentliga sektorn. Det är endast intern skuld inom offentlig sektor som elimineras när man räknar ut Maastrichtskulden. Ökningen i Maastrichtskulden torde dock inte utgöra något problem eftersom även den skulden torde vara låg då överupplåningen aktualiseras.

För Riksgälden, som använder sig av det okonsoliderade statsskuldmåttet, skulle en redovisningsmässig följd bli att skillnaden mellan brutto- och nettoskuld skulle öka. Nettoskulden avser i detta sammanhang nettot efter tillgångar i likviditetsförvaltningen, vidareutlåning till Riksbanken och den nu diskuterade överupp-

¹⁹ Andra exempel på sådant som ingår i *Skulddispositioner* är förändringen av orealiserade valutakursdifferenser, eftersom statsskulden värderas till aktuella valutakurser medan statens budget endast påverkas av realiserade sådana. Ett ytterligare exempel är upplupen inflationskompensation på realobligationer vilken påverkar statsskulden medan budgetsaldot påverkas först när sådan kompensation betalas ut, dvs. vid obligationernas förfallotidpunkt.

låningen. Nettoskulden, som mäter statsfinansernas reella styrka, skulle fortsätta att minska till följd av överskottet i statens reguljära betalningar. Bruttoskulden skulle däremot ligga kvar på en högre nivå, eftersom den är summan av alla utestående låneinstrument och inte beaktar tillgångar.

Enligt utredningens bedömning torde detta inte utgöra något problem för statens kreditvärdighet eftersom dessa samband enkelt kan förklaras för placerare och andra, särskilt som det går att visa att skillnaden mellan brutto och netto är hänförlig till likvida tillgångar. Brutto- och nettoskulden skulle för övrigt i det läge som beskrivs här ligga på en låg nivå, både i ett internationellt och historiskt perspektiv.²⁰

²⁰ Riksgälden (2011): *Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2012–2014*, s. 23.

8 Anpassning av bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning i budgetlagen

Utredningen har i uppdrag att se över hur bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning förhåller sig till budgetlagens övriga delar och vid behov föreslå nödvändiga anpassningar. Kapitlet inleds med en närmare beskrivning av utredningens uppdrag. Därefter presenterar vi våra överväganden och slutsatser avseende följande frågor: möjligheten att ändra riksdagens bemyndigande till regeringen från ett årligt till ett stående bemyndigande (1 §); affärsverkens möjligheter till upplåning m.m. (2 §); statens användning av tillförda medel från Riksbanken i samband med att staten tar upp lån för att tillgodose Riksbankens behov av valuta-reserv (3 § andra stycket); samt vissa terminologiska och systematiska anpassningar av de olika kapitlen.

8.1 Utredningens uppdrag

Som beskrivs i avsnitt 3.2.1 fördes bestämmelserna i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning över till budgetlagen i samband med att den nya budgetlagen (2011:203) antogs. Bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning lyftes in i oförändrad form som ett eget kapitel (5 kap.) i budgetlagen och någon anpassning till övriga delar av budgetlagen gjordes inte. Samtidig fördes nya bestämmelser om statens utlåning och andra ekonomiska åtaganden in i budgetlagen (6 kap.). Utredningens uppdrag i denna del är att se över hur bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning förhåller sig till budgetlagens övriga delar och vid behov föreslå nödvändiga anpassningar.

Vid översynen ska utredningen beakta de förslag rörande Riksgäldens utlåning av statspapper till Riksbanken som presenterades i Finanskommitténs delbetänkande (SOU 2013:6) och de förslag rörande Riksgäldens roll i finansieringen av valutareserven som presenterades i betänkandet "Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning" (SOU 2013:9). Utredningen behandlar Finanskommitténs förslag i kapitel 9. Vad gäller betänkandet om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning har utredningen inte kunnat identifiera några frågor som skulle ge upphov till en ändring i budgetlagen. Detta betänkande behandlas därför inte närmare här.

8.2 Behovet av ett årligt bemyndigande av riksdagen för upptagande av lån

Utredningens förslag: Ett stående bemyndigande ska införas i budgetlagen för regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgälden att ta upp lån till staten för samma ändamål som i dag.

Skälen till utredningens förslag: Regeringen får inte utan att riksdagen har medgett det ta upp lån eller göra andra ekonomiska åtaganden för staten. Riksdagen kan lämna sitt medgivande antingen i ett enskilt beslut eller i form av lag. I början av 1980-talet, när Riksgälden var en myndighet under riksdagen, fanns regler om statens upplåning i lagen om riksgäldskontoret som också var myndighetens instruktion. I lagen fanns då ett bemyndigande för myndigheten att ta upp och förvalta lån till staten för i lagen närmare angivna ändamål och med vissa begränsningar som också framgick av lagen. I samband med att huvudmannaskapet för Riksgälden överfördes från riksdagen till regeringen år 1989 infördes den ordning som fortfarande gäller, nämligen att riksdagen i ett beslut som gäller för ett budgetår i sänder bemyndigar regeringen att ta upp lån till staten för de ändamål som anges i lagen.

Som framgår av avsnitt 3.1.1 har riksdagens beslut om lånebemyndigande ansetts vara mer än en formalitet. Det har därför ansetts lämpligt att riksdagen årligen fattar ett beslut i frågan trots att det inte ansetts vara praktiskt möjligt eller meningsfullt att begränsa bemyndigandet med ett högsta belopp.

Utredningen Översyn av budgetlagen föreslog i sitt betänkande En reformerad budgetlag att bestämmelserna om statens utlåning och skuldförvaltning i princip oförändrade skulle överföras till utredningens förslag om en ny budgetlag och ingå som ett eget kapitel i budgetlagen. Vid remissbehandlingen av förslaget konstaterade Riksgälden i sitt yttrande att den nuvarande ordningen, enligt vilken riksdagen ger regeringen ett årligt bemyndigande att låna för de ändamål som anges i lagen visserligen fungerar, men att detta framstår som onödigt krångligt. Enligt Riksgälden skulle en mer ändamålsenlig ordning vara att det i budgetlagen togs in ett stående bemyndigande av riksdagen för regeringen att ta upp lån till staten för de i lagen angivna ändamålen.

De ändamål för vilka lån till staten får tas upp enligt 5 kap. 1 § budgetlagen avser i allt väsentligt finansiering av sådant som riksdagen redan har beslutat om och som påverkar statens budgetsaldo. Utredningen kan därför inte föreställa sig en situation där riksdagen inte skulle ge regeringen ett lånebemyndigande avseende de angivna ändamålen. Om riksdagen inte skulle besluta om lånebemyndigande skulle detta innebära att de beslut som riksdagen fattat i samband med behandlingen av budgetpropositionen eller ändringsbudgeten inte kan genomföras. Ett lånebemyndigande är också nödvändigt för att refinansiera förfallande lån. Riksgälden hanterar större eller mindre låneförfall i stort sett varje dag. Utan ett lånebemyndigande skulle staten därför mer eller mindre omgående hamna i en situation där den inte i rätt tid kan fullgöra sina förpliktelser.

Utredningen har därför svårt att se att riksdagens bemyndigande – trots uttalandet i förarbetena – skulle vara mer än en formalitet. Under den tid som den gällande ordningen med ett särskilt beslut med bemyndigande att ta upp lån till staten har tillämpats, har riksdagen varje år lämnat ett sådant bemyndigande. Riksdagen har inte heller haft några synpunkter på regeringens förslag till årligt bemyndigande.

Ett bemyndigande att ta upp lån till staten är således en nödvändig förutsättning för att staten ska kunna bedriva sin verksamhet. Detta bör återspeglas i budgetlagen genom att det införs ett stående bemyndigande för regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgälden att ta upp lån till staten för de i dag föreskrivna ändamålen.

8.3 Affärsverkens möjligheter till upplåning, m.m.

Utredningens bedömning: Affärsverkens behov av upplåning utanför Riksgälden och det undantag från målet för statsskuld-förvaltningen som gäller för affärsverkens skuldförvaltning bör utredas vidare.

Skälen till utredningens bedömning: Som framgår av avsnitt 3.1.3 omfattas sedan år 1998 affärsverkens upplåning vid sidan av Riksgälden av bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning (prop. 1997/98:1 reviderad finansplan m.m.). Detta var dock bara en kodifiering av praxis. Affärsverken hade redan under flera år, och vid sidan av lagen om statens upplåning, fått ta upp lån på marknaden och även fått förvalta dessa lån. Riksdagen hade 1990 beslutat om riktlinjer för affärsverkens upplåningsverksamhet (prop. 1990/91:29, bet. 1990/91:FiU4, rskr. 1990/91:38). Som skäl för affärsverkens särställning bland övriga myndigheter ifråga om upplåning utanför Riksgälden angav regeringen, som framgår av avsnitt 3.1.3, att affärsverkens upplåning bedömdes kunna framstå som gynnsammare när den hade formen av mer eller mindre komplexa leasingtransaktioner.

Senare samma år, i ett annat lagstiftningsärende (prop. 1997/98:154), fördes ett mål för statsskuldens förvaltning in i lagen om statens upplåning och skuldförvaltning. I lagstiftningsärendet behandlades dock endast Riksgäldens upplåning och förvaltning (se prop. 1997/98:154 s. 11). Affärsverkens skuldförvaltning undantogs från målet utan vidare motivering.

I sitt remissyttrande över betänkandet En reformerad budgetlag (SOU 2010:18) ifrågasatte Riksgälden den ordning enligt vilken affärsverken styrs av ett särskilt bemyndigande och enligt vilken affärsverkens skulder är undantagna från målet för förvaltningen av statens skuld.

Utredningen kan dela uppfattningen att det finns fördelar med en enhetlig ordning för upplåning och skuldförvaltning inom staten. Detta, tillsammans med utredningen analys av huruvida statens upplåning i statspapper kan ökas på andra sätt än genom överupplåning (se avsnitt 7.1.3.), föranledde utredningen att titta närmare på affärsverkens möjligheter till upplåning vid sidan av Riksgälden. Detta ledde dock in på frågor om olika finansieringslösningars för- och nackdelar, liksom på frågan om hur affärsverkens övergripande mål

om att minimera den vägda kapitalkostnaden förhåller sig till ett kostnadsminimeringsmål för skulden.

Utredningen anser att dessa frågor leder för långt utanför utredningens uppdrag och menar därför att frågan om affärsverkens behov av upplåning utanför Riksgälden, liksom frågan om affärsverkens undantag från målet för statsskuldsförvaltningen, lämpligare behandlas i annat sammanhang.

8.4 Statens användning av tillförda medel från Riksbanken

Utredningens förslag: Kravet på att de medel som Riksbanken tillför staten i utbyte mot lån som tas upp för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv endast får användas för återbetalning av samma lån ska tas bort.

Skälen för utredningens förslag

Bakgrund

Enligt budgetlagen får med riksdagens bemyndigande regeringen eller efter regeringens bestämmande Riksgälden ta upp lån till staten för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv. Enligt huvudregeln gäller att Riksbanken ska betala full ersättning för statens kostnader för dessa lån och att de medel som Riksbanken tillför staten i utbyte mot de lånade medlen endast får användas för återbetalning av samma lån.

Bestämmelserna om kostnadsfördelningen för valutaupplåningen och begränsningarna beträffande användningen av den betalning som görs till staten för upplåningen härrör från förslag från Riksbanksutredningen i betänkandet Riksbanken och prisstabiliteten (SOU 1993:20). I betänkandet föreslog Riksbanksutredningen att Riksbanken inte skulle få köpa statspapper direkt från staten, utom för att tillgodose behovet av statspapper för marknadsoperationer. När Riksbanken tidigare hade köpt statspapper placerades de erhållna medlen på konto i Riksbanken, vilket innebar att medlen inte användes för att täcka löpande statsutgifter. Riksbanksutredningen anmärkte dock att det under hösten 1992 förekommit att inestående medel använts för att minska omfattningen av löpande

emissioner. Enligt Riksbanksutredningen var detta inte tillfredsställande eftersom det i praktiken var fråga om lån i Riksbanken (SOU 1993:20, s. 195). Riksbanksutredningen föreslog därför att de medel som Riksgälden erhöll vid försäljning av statspapper för marknadsoperationer inte skulle få användas för annat än för återbetalning av lånet. Riksbanksutredningen föreslog att motsvarande skulle gälla beträffande valutalån för Riksbankens räkning.

I propositionen med anledning av förslagen från Riksbanksutredningen föreslog regeringen att Riksgälden även fortsättningsvis skulle kunna tillgodose Riksbankens behov av att förstärka valutareserven, däremot inte behovet av statspapper för marknadsoperationer (prop. 1994/95:150 Bil. 7 avsnitt 2.2.2). I likhet med Riksbanksutredningen föreslog regeringen att Riksbanken i princip skulle betala full ersättning för valutalånen och att de medel som Riksgälden tillgodosjordes vid upplåning för att förstärka valutareserven inte skulle få användas för andra ändamål än återbetalning av de upptagna valutalånen.

Enligt regeringen var dock begreppet monetär finansiering inte tillämpligt när det gällde valutalån för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv. Detta eftersom de likvida medel som staten i ett sådant sammanhang erhåller från Riksbanken utgör betalning för valuta som staten lånat upp på marknadsmässiga villkor. Regeringen lämnade ingen närmare motivering till förslaget om begränsningen av statens användning av de erhållna medlen, men anförde att innebörden av förslaget var att staten inte fick använda sådana medel för att finansiera statliga utgifter och att om Riksgälden erhöll skuldebrev från Riksbanken, så fick de inte avyttras under den utestående löptiden (prop. 1994/95 Bil. 7 avsnitt 2.2.2).

Bestämmelsen med krav på att de medel som Riksbanken tillför staten i utbyte mot lån som tas upp för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv endast får användas för återbetalning av samma lån infördes i lagen om statens upplåning i ett lagstiftningsärende som i övrigt behandlade förbud mot monetär finansiering. Bestämmelsen har därefter i oförändrat skick överförs till budgetlagen och återfinns numera i 5 kap. 3 § andra stycket budgetlagen.

Riksgäldens utlåning till Riksbanken i praktiken

Vid upptagandet av valutalån för att förstärka valutareserven ska enligt 5 kap. 1 § andra stycket budgetlagen Riksbanken bära hela kostnadsansvaret. I propositionen tänkte sig regeringen ett system där Riksbanken lämnar skuldebrev utgivna i utländsk valuta till Riksgälden i utbyte mot erhållna valutalikvider. Skuldebreven skulle utformas så att de överensstämmer med Riksgäldens valutalån vad gäller ränta, löptid och valutafördelning. Regeringen öppnade dock även för andra tekniska utformningar av valutalånen så länge dessa uppfyller samma villkor, dvs. att ersättningen för statens upplåningskostnader ska täcka statens totala kostnader, inklusive räntekostnader och kostnader för valutakursförändringar.

I början av 2009 tog Riksgälden för första gången upp lån för statens räkning enligt 5 kap. 1 § budgetlagen för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv. I samband med detta upprättade Riksbanken och Riksgälden ett avtal i vilket formerna för Riksgäldens lån till Riksbanken lades fast.¹ I april senare samma år ersattes avtalet av ett nytt avtal mellan de båda myndigheterna.²

Enligt detta avtal ska Riksbanken och Riksgälden samråda om på vilka villkor Riksbankens behov av valuta till valutareserven ska tillgodoses. Riksbankens och Riksgäldens handlare/förvaltare ska sedan komma överens om de närmare villkoren för lånet, såsom kapitalbelopp, valuta, likviddag, löptid, ränta och räntebetalningsdagar. Det är dock Riksgälden som slutligen avgör hur upplåningen ska genomföras och bestämmer de slutliga lånevillkoren för de lån som Riksgälden tar upp för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv. Om det enligt Riksgäldens uppfattning inte är möjligt att uppta lån enligt Riksbankens önskemål till rimliga villkor ska Riksgälden omedelbart meddela Riksbanken om detta och förnyat samråd ska ske. När de slutliga villkoren för Riksgäldens upplåning är bestämda översänder Riksgäldens Backoffice en sedvanlig bekräftelse till Riksbanken i vilken villkoren för Riksbankens lån anges. Eventuella övriga kostnader avseende den aktuella upplåningen (t.ex. administrativa kostnader, kostnader för "rating", dokumentation, upprättande av nya låneprogram eller andra kostnader som kan uppkomma som en direkt följd av att Riksgälden får ett ökat

¹ Avtal mellan Sveriges Riksbank och svenska staten genom, 13 januari 2009, dnr 2009/119.

² Avtal mellan Sveriges Riksbank och svenska staten genom Riksgäldskontoret, 24 april 2009, dnr 2009/119.

lånebehov i samband med vidareutlåning till Riksbanken) ska betalas av Riksbanken mot faktura.

Som framgår av beskrivningen genomförs Riksgäldens vidareutlåning av valuta till Riksbanken inte genom att Riksbanken utfärdar ett skuldebrev i utländsk valuta till Riksgälden. I stället regleras formerna för utlåningen genom det avtal som myndigheterna har upprättat mellan sig, medan de slutliga villkoren för lånen anges i de bekräftelser som Riksgälden översänder till Riksbanken. Riksgälden får i och med detta en fordran på Riksbanken som motsvarar de valutalån som Riksgälden tagit upp för att genomföra vidareutlåningen.

Detta innebär att i praktiken sker vidareutlåningen på ett sådant sätt att Riksgälden inte tillförs några "medel" från Riksbanken. Bestämmelsen tillämpas således inte på det sätt som lagstiftaren föreställde sig när den infördes. Den framstår på den grunden som överflödig.

Begränsningen i statens användning av tillförda medel från Riksbanken bör avskaffas

Som framgår ovan har Riksgäldens vidareutlåning av utländsk valuta till Riksbankens valutareserv inte genomförts på ett sådant sätt att Riksgälden har tillförts några medel från Riksbanken i utbyte mot valutalånen. Följaktligen framstår bestämmelsen som begränsar statens användning av medlen som överflödig. Men även om så inte var fallet finns det skäl att ifrågasätta om bestämmelsen fyller någon funktion.

Som framgår ovan gjorde regeringen redan vid införandet av bestämmelsen bedömningen att begreppet monetär finansiering inte är tillämpligt när det gäller medel som förs över från Riksbanken till staten i utbyte mot valutalån för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv. Utredningen delar denna bedömning och kan därför inte se att det finns något behov av bestämmelsen utifrån förbudet mot monetär finansiering.

Ett motiv till bestämmelsen, även om det inte uttryckligen framgår av förarbetena, skulle kunna vara att hanteringen av medlen som Riksbanken tillför staten i utbyte mot valutalånen inte ska riskera att komma i konflikt med den förda penningpolitiken. Denna potentiella konfliktsituation regleras dock redan av en annan bestämmelse i budgetlagen, nämligen 5 kap. 5 § budgetlagen. Enligt den bestäm-

melsen ska förvaltningen av statens skuld ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Någon motsvarighet till denna bestämmelse fanns inte i lagen om statens upplåning när bestämmelsen om begränsningen av statens användning av medlen från Riksbanken infördes. Det kan därför ha funnits ett annat behov av bestämmelsen vid den tidpunkten än vad det gör i dag.

Mot bakgrund av detta anser utredningen att det inte heller för att undvika risken för en konflikt med penningpolitiken finns något behov av bestämmelsen om en begränsning i användningen av de medel som staten tillförs från Riksbanken vid valutaupplåning. Bestämmelsen tycks således inte längre fylla någon funktion. Utredningen förslår därför att bestämmelsen ska tas bort.

8.5 Terminologiska och systematiska Anpassningar till övriga bestämmelser i budgetlagen m.m.

8.5.1 Översyn av terminologi och systematik

Utredningens förslag: Termerna *kredit* och *garanti* i bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning ska ersättas med *utlåning* respektive *kreditgaranti* eller *andra liknande åtaganden* i enlighet med övriga budgetlagens terminologi.

Skälen till utredningens förslag: I 5 kap. 4 § budgetlagen anges att för samtliga lån och garantier som regeringen, Riksgälden eller ett affärsverk ombesörjer är staten ansvarig. En motsvarande bestämmelse fanns i lagen om statens upplåning och skuldförvaltning. Som framgår av avsnitt 3.1.1 motiverades bestämmelsen av att t.ex. utländska långivare inte skulle behöva vara osäkra på om Riksgälden faktiskt har erforderliga bemyndiganden (prop. 1986/87:143 s. 88). Enligt utredningen är de skäl för bestämmelsen som angavs i samband med att den infördes fortfarande giltiga. Utredningen har dock sett över dess språkliga utformning och även anpassat den till den terminologi såvitt avser garantier som används i 6 kap. budgetlagen.

De garantier som avses i 5 kap. 1 § första stycket 2 och 4 § budgetlagen motsvaras i 6 kap. budgetlagen av uttrycket *kreditgarantier* och *andra liknande åtaganden*. Utredningen föreslår därför att termen *garanti* i 5 kap. budgetlagen ersätts av uttrycket i 6 kap.

I budgetlagen används termen *utlåning* för kreditgivning till utomstatliga rättssubjekt. Kreditbegreppet används i samband med anslagskrediter, kreditgarantier och kreditramar för myndigheternas rörelsekapital. I dessa fall rör det sig om andra typer av krediter än det som i budgetlagen ska avses med utlåning (prop. 2010/11:40 s. 79). I 5 kap. 1 § första stycket 2 budgetlagen avses kreditgivning till utomstatliga rättssubjekt. Mot denna bakgrund föreslår utredningen att uttrycket *sådana krediter* ersätts med uttrycket *sådan utlåning*.

Bestämmelserna i 6 kap. 3–5 §§ budgetlagen reglerar förutsättningarna för statens utlåning till utomstatliga rättssubjekt och för staten att ställa ut kreditgarantier och göra andra liknande åtaganden. Bestämmelserna i 5 kap. budgetlagen reglerar förutsättningarna för den statliga upplåning med vilken utlåningen eller fullgörandet av en garanti finansieras och vad som ska gälla beträffande förvaltningen av den skuld som detta ger upphov till.

Som anförts ovan anges i 5 kap. 4 § att för samtliga lån och garantier som regeringen, Riksgälden eller ett affärsverk ombesörjer är staten ansvarig. Den del av bestämmelsen som gäller garantier har enligt utredningen en bättre placering systematiskt sett bland bestämmelserna om utlåning och garantier än bland bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning. Utredningen föreslår därför att bestämmelsen om statens ansvar för lån och garantier delas upp och att den del som gäller statens ansvar för garantier i stället inordnas bland bestämmelserna om utlåning och garantier i 6 kap.

8.5.2 Myndighetsnamnet "Riksgäldskontoret" bör kvarstå i lagtexten

Utredningens bedömning: Myndighetsnamnet "Riksgäldskontoret" bör inte utmönstras från lagtexten.

Skälen till utredningens bedömning: I 5 kap. budgetlagen pekas Riksgälden ut såsom den myndighet som efter riksdagens bemyndigande och regeringens bestämmande tar upp lån till staten (1 §). Myndighetsnamnet förekommer i flera andra bestämmelser i 5 kap. (3, 4 och 6 §§), men även i några bestämmelser i 6 och 7 kap. budgetlagen.

Till förvaltningsmyndigheter under regeringen kan delegeras rätten att meddela föreskrifter (s.k. subdelegation). Vid subdelegation av normgivningsmakt bemyndigar riksdagen regeringen, eller den myndighet som regeringen bestämmer, att meddela föreskrifter. I sitt medgivande till subdelegation brukar riksdagen i allmänhet överlämna åt regeringen att bestämma till vilken myndighet subdelegation ska ske. Men det förekommer också att riksdagen utpekar den myndigheten med namn, vilket medför att regeringen endast har mandat att bestämma om och i vilken utsträckning subdelegation ska ske.

På motsvarande sätt innebär det utpekande av Riksgälden som förekommer i exempelvis i 5 kap. 1 § budgetlagen en begränsning i regeringens handlingsfrihet.

I den numera upphävda lagen (1996:1059) om statsbudgeten fanns en bestämmelse enligt vilken regeringen fick överlåta sin rätt enligt vissa angivna bestämmelser till den myndighet som regeringen bestämde. Någon motsvarande bestämmelse finns inte i budgetlagen av det skälet att det inte ansetts behövt (prop. 2010/11:40 s. 160). Mot denna bakgrund har utredningen övervägt om det finns skäl att ta bort myndighetsnamnet "Riksgäldskontoret" från lagtexten.

Utredningen har från Riksgälden inhämtat att myndigheten i en stor mängd avtal hänvisat till bestämmelser i lagen där myndigheten omnämns med sitt namn, exempelvis bestämmelsen som anger att för samtliga lån och garantier som regeringen, Riksgälden eller ett affärsverk ombesörjer är staten ansvarig (5 kap. 4 § budgetlagen). Om myndighetsnamnet "Riksgäldskontoret" skulle strykas från den bestämmelsen skulle kontoret vara tvunget att skriva om ingångna avtal.

Som framgår av avsnitt 3.1.1 är Riksgälden en myndighet med gamla anor och som har haft till uppgift att ta upp lån till staten och förvalta lånen ända sedan år 1789. Utredningen bedömer att Riksgälden även fortsättningsvis kommer att ha den uppgiften under avsevärd tid. Övervägande skäl talar för att inte utmönstra myndighetsnamnet "Riksgäldskontoret" från lagtexten.

9 Finanskriskommitténs förslag om statliga åtgärder för likviditetsförsörjningen

Utredningen har i uppdrag att överväga om bestämmelsen om Riksgäldens rätt att emittera statspapper i stabilitetsstödjande syfte (5 kap. 1 § första stycket 4) bör behållas eller om den kan ersättas av Finanskriskommitténs förslag om utlåning av statspapper till Riksbanken.¹ Kapitlet inleds med en kort bakgrundsbeskrivning där vi redogör för de händelser som ledde fram till den nuvarande bestämmelsen. Därefter presenterar vi Finanskriskommitténs förslag. Vi fortsätter med att redogöra för de risker som Riksgäldens extra emissioner kan vara förknippad med. Slutligen presenterar vi vår bedömning i frågan, samt våra överväganden kring eventuella placeringsregler för de upplånade medlen.

9.1 Bakgrund

Den globala finanskrisen träffade Sverige med full kraft i september 2008 när den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers gick i konkurs. Oro spreds för att fler banker skulle drabbas, vilket ledde till en akut förtroendekris på de finansiella marknaderna världen över. I takt med att den internationella situationen försämrades fick svenska banker allt svårare att få lån. På interbankmarknaderna steg räntorna kraftigt, bl.a. därför att svenska banker inte vågade (eller inte hade möjlighet på grund av att de hade slagit i sina interna risklimiter) låna ut sin överskottslikviditet till andra

¹ Finanskriskommittén tillsattes av regeringen i början av 2011 med uppdrag att göra en översyn av det svenska regelverket för hantering av finansiella kriser (dir. 2011:6 och 2012:81). En fråga som behandlas i kommitténs delbetänkande ”Att förebygga och hantera finansiella kriser” (SOU 2013:6) är hur staten kan stödja likviditetsförsörjningen i ekonomin under en finansiell kris. Det är denna fråga som behandlas i det här kapitlet.

banker. Samtidigt flydde investerarna sådana värdepapper som uppfattades som riskfyllda till förmån för säkra och likvida papper. Det fick till följd att även marknaden för långfristig finansiering drabbades.

Plötsligt var statspapper i stort sett det enda räntebärande värdepapper som snabbt kunde omsättas eller användas som säkerhet för kortfristiga lån. Detta skapade enorma spänningar i både statspappersmarknaden – där alla ville köpa – och i marknader för andra värdepapper – där alla ville sälja.

Nedan redogör vi för situationen på statsskuldväxelmaknaden och det händelseförlopp som ledde fram till Riksgäldens extra emissioner.²

9.1.1 Riksgälden genomför extra emissioner för att stötta växelmaknaden ...

Den 18 september 2008, tre dagar efter Lehmans fall, blev problemen på den svenska statsskuldväxelmaknaden akuta. Efterfrågan på statsskuldväxlar var då så stor att placerarna verkade vilja köpa växlar oavsett vilken ränta de fick. Samtidigt var det få aktörer som var villiga att sälja. I denna situation fungerade inte handeln längre och prisbildningen stördes. Riksgäldens återförsäljare fick svårt att ställa säljräntor till sina kunder. För att kunna sälja växlar måste återförsäljarna veta att de kan hitta någon att köpa växlar från, det vill säga en placerare som är beredd att sälja växlar. Handeln blev helt beroende av Riksgäldens åtagande att tillfälligt låna ut växlar till återförsäljarna via så kallade marknadsvårdande repor.³

De marknadsvårdande reporna (repurchase agreement) innebär att Riksgälden säljer en statsskuldväxel samtidigt som de köper tillbaka den med en dags förskjuten likvid. Detta är ett normalt marknadsåtagande som Riksgälden erbjuder sina återförsäljare för att motverka att tillfälliga bristsituationer leder till att prisbildningen störs eller till andra problem i handeln. I det läge som nu hade

² För en mer fullständig beskrivning av finanskrisens förlopp och de åtgärder som svenska myndigheter vidtog, se Finanskriskommitténs betänkande "Att förebygga och hantera finansiella kriser" (SOU 2013:6). För mer detaljer kring Riksgäldens åtgärder, se "Riksgäldskontorets åtgärder för att tillgodose behovet av statslån i samband med finansorn och i framtiden" (Dnr 2009/857 Rapport till regeringen). För mer detaljer kring Riksbankens åtgärder, se "Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar" (Penning och Valutapolitik 2012:3).

³ Riksgälden: *Riksgäldskontorets åtgärder för att tillgodose behovet av statslån i samband med finansorn och i framtiden*. Rapport till regeringen (dnr 2009/857).

uppstått var dock efterfrågan så stor att den inte längre kunde hanteras inom ramen för Riksgäldens normala marknadsåtagande. Eftersom det inte finns något övre gräns för Riksgäldens åtagande ansåg Riksgälden att det fanns en uppenbar risk att myndigheten skulle behöva låna ut extremt stora volymer växlar. Eftersom en repa från Riksgäldens perspektiv motsvarar ett kortfristigt lån, skulle därigenom statsskulden öka kraftigt.

Riksgälden beslutade därför att tillfälligt upphöra med sitt marknadsåtagande i statsskuldväxlar.⁴ Man behövde tid på sig för att bestämma hur man skulle hantera situationen. Senare samma dag, efter att ha samrått med Riksbanken, meddelade Riksgälden att man tänkte tillgodose efterfrågan på statsskuldväxlar genom att genomföra extra emissioner.⁵ Dessa skulle vara så stora och hållas så tätt att marknadsaktörerna inte skulle behöva oroa sig för att inte kunna få tag på statsskuldväxlar. Gränsen för hur mycket extra växlar som maximalt skulle få vara utestående sattes till 150 miljarder kronor. Genom detta agerande kunde Riksgälden hålla igång marknaden för statsskuldväxlar via emissioner, samtidigt som myndigheten fick kontroll över hur stora mängder växlar som kom ut i marknaden och hur mycket statsskulden kunde öka. Riksgälden upphörde helt med de marknadsvårdande reporna.

9.1.2 ... och pengarna placeras i omvända repor i bostadsobligationer

Pengarna som Riksgälden fick in i de extra emissionerna placerades i lån till bankerna med svenska säkerställda bostadsobligationer som säkerhet. Detta gjordes genom omvända repor i bostadsobligationer, vilket innebär att Riksgälden köpte bostadsobligationer i en affärstransaktion samtidigt som myndigheten sålde dem med en senarelagd likviddag. Reporna gjordes till enhetspris (dvs. alla institutioner fick samma ersättning) och med samma löptid som statsskuldväxlarna.⁶

Som en bieffekt av Riksgäldens placeringar kom myndigheten på så sätt att stötta även bostadsinstitutens finansiering och bankernas likviditet, vilket bidrog till att dämpa oron även på dessa marknader. Spegelbilden av vad som hände på statspappersmarkanden

⁴ Pressmeddelande från Riksgälden, 18 september 2008.

⁵ Pressmeddelande från Riksgälden, 18 september 2008.

⁶ Bilaga i delbetänkande SOU 2013:6, *Statens direkta kostnader och intäkter för att hantera den finansiella krisen*, Jörgen Appelgren.

var nämligen att många aktörer inte längre ville hålla några andra räntepapper. Såväl banker som företag fick svårt att finansiera sig på obligationsmarknaden. Detta drabbade bankernas likviditetssituation tvåfalt; dels fick de problem med den egna finansieringen, dels ökade utlåningen till företagen genom att de i allt högre grad utnyttjade sina kreditlinor i bankerna. Genom att utländska banker blev mer restriktiva i sin kreditgivning till svenska företag ökade trycket än mer på de svenska bankerna. Även marknaden för säkerställda bostadsobligationer drabbades. Trots att dessa obligationer har låg kreditrisk var det få som var villiga att köpa dem eller acceptera dem som säkerhet ens för kortfristiga lån. Den minskande omsättningen i handeln försvårade också prisbildningen, vilket ledde till att räntorna steg.

Riksgäldens transaktioner löste upp de mest akuta knutarna på räntemarknaden. Genom dessa kunde bankerna byta ut värdepapper med låg likviditet mot statspapper som kunde användas som säkerhet för lån mellan aktörerna i den privata sektorn. Trots att det hela hade börjat med en ökad upplåning från bankerna via de extra växelemissionerna, underlättade alltså Riksgäldens efterföljande transaktioner bankernas och bostadsinstitutens finansiering och bidrog till att dämpa oron på räntemarknaderna i stort.

Transaktionerna innebar en risköverföring från den privata sektorn till staten. Detta kan i förstone synas olämpligt, men motiverades i grunden av att det uppstått ett akut marknadsmisslyckande. Marknadsmisslyckandet tog sig uttryck i att privata aktörer plötsligt hade hamnat i ett läge av genuin osäkerhet och inte vågade hålla värdepapper vars fundamentala kreditrisk (av allt att döma) inte hade ändrats. Att vidta åtgärder för att motverka marknadsmisslyckanden är en traditionell roll för staten. I all synnerhet är det en traditionell roll för staten att agera vid likviditetskriser som hotar den finansiella stabiliteten. Den uppgiften ligger sedan länge på centralbanken i dess roll som s.k. lender of last resort. Det som var speciellt med den här beskrivna situationen var att omständigheterna gjorde att krisen först visade sig i en marknad där Riksgälden var verksam och att Riksgälden därför fick anledning att agera först.

Totalt emitterade Riksgälden extra växlar för 168 miljarder kronor. Som mest var det extra växlar för 120 miljarder kronor utestående. Riksgäldens åtgärder fasades dock ut så snart Riksbanken hade kommit igång med sina åtgärder. De sista växlarna förföll i mars 2009, medan Riksbankens åtgärder varade ända fram till slutet

av 2010. Som mest, i slutet av 2009, uppgick Riksbankens utlåning i svenska kronor till 375 miljarder.⁷

Eftersom räntan på de placeringar som Riksgälden gjorde var högre än den ränta myndigheten betalade för upplåningen kostade de extra emissionerna inte staten något. Tvärtom tjänade staten pengar, även om det inte var det ursprungliga syftet med transaktionerna. Sammantaget medförde intäkterna en nettointäkt för staten på 175 miljoner kronor.⁸

9.1.3 Lagstöd i efterhand

Riksgäldens åtgärder under finanskrisen saknade formellt lagstöd eftersom myndigheten inte fick låna till andra ändamål än de som vid den tidpunkten angavs i 1 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning. Detta ändrades dock i efterhand genom att en ny bestämmelse fördes in i nyss nämnda lag. Enligt den nya bestämmelsen får Riksgälden, i samråd med Riksbanken, ta upp lån för att tillgodose behovet av statspapper i olika löptider. Av förarbetena till lagändringen (prop 2008/09:61, s. 64–67 och s. 83) framgår att denna möjlighet bara får utnyttjas om det är påkallat av hot mot den finansiella stabiliteten. Dessutom måste Riksbanken samtycka till upplåningen, vilket indikerar att det ska vara fråga om hot mot systemstabiliteten och inte bara ett mindre funktionsproblem i någon delmarknad. Lagändringen trädde i kraft med retroaktiv verkan från den tidpunkt då Riksgälden beslutade om extra emissioner.

9.2 Finanskriskommitténs förslag

Finanskriskommitténs överväganden om likviditetsstödjande åtgärder i en finanskris omfattar åtgärder av såväl Riksbanken som regeringen och dess myndigheter. I beskrivningen nedan fokuserar vi dock bara på det förslag som rör Riksbankens möjlighet att låna statspapper av Riksgälden. Vi redogör också för Finanskriskommitténs överväganden rörande Riksgäldens nuvarande möjlighet ta upp lån i syfte att motverka en finansiell kris.

⁷ SOU 2013:9, Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning.

⁸ Bilaga i delbetänkande SOU 2013:6, *Statens direkta kostnader och intäkter för att hantera den finansiella krisen*, Jörgen Appelgren.

9.2.1 Riksbanken ska få låna statspapper av Riksgälden för att kunna använda i stabilitetsstödjande syfte

Finanskriskommittén anser att Riksbanken fortsatt bör ha en central likviditetsstödjande roll och ska kunna vidta åtgärder för att motverka likviditetsstörningar på marknaden. Kommittén föreslår att detta klargörs genom en ändring i riksbankslagen. De åtgärder som Riksbanken föreslås få möjlighet att vidta i detta syfte är samma åtgärder som banken får använda i penningpolitiskt syfte: (1) att ge kredit mot betryggande säkerhet och ta emot inlåning; (2) att köpa, sälja och förmedla värdepapper, valuta samt rättigheter och skyldigheter som anknyter till sådana tillgångar; samt (3) ge ut egna skuldebrev.

Därutöver vill Finanskriskommittén ge Riksbanken möjlighet att hantera en eventuell brist på statspapper som kan uppstå i en finansiell kris. Finanskriskommittén föreslår att Riksbanken ska få låna statspapper från Riksgälden, för att i sin tur kunna låna ut dessa till exempelvis banker i utbyte mot bostadspapper och andra värdepapper med högre kreditrisk. En förutsättning för att utlåningen ska kunna ske är att villkoren för lånen är förenliga med förbudet mot monetär finansiering. Det kan enligt Finanskriskommitténs bedömning åstadkommas genom en teknik där de utlånade statspapperna återlämnas till Riksgälden innan de förfaller till betalning. På så sätt behöver lånen inte heller tas upp i beräkningen av statsskulden.

Enligt Finanskriskommittén föranleder den föreslagna ordningen ingen ändring i budgetlagen. Eftersom utlåningen av värdepapper inte kan likställas med att ta upp lån till staten, och därmed inte påverkar statsbudgeten, finns det ingen anledning att reglera det i budgetlagen. Enligt Finanskriskommittén räcker det med att reglera Riksgäldens möjlighet att låna ut statspapperen i förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

9.2.2 Riksgäldens möjlighet att få låna för att tillgodose behovet av statspapper bör finnas kvar

Finanskriskommitténs förslag utgör en alternativ lösning till den form av extra upplåning som Riksgälden använde sig av 2008 och som regleras i 5 kap. 1 § första stycket 4 budgetlagen. Trots att Finanskriskommittén anser att deras lösning för att tillgodose behovet av

statspapper i vissa avseenden är mer ändamålsenlig än den nuvarande ordning, anser kommittén att Riksgäldens möjlighet att låna i stabilitetsstödande syfte bör behållas. Enligt Finanskriskommittén kan de båda medlen ses som komplement till varandra, snarare än substitut. I vissa situationer kan det ena tillvägagångssättet vara bättre lämpat att använda än det andra.

9.3 Risker med extraemissioner och medlens placering

Som framgår av avsnitt 9.1.2 placerade Riksgälden medlen från extraemissionerna i omvända repor i säkerställda bostadsobligationer med samma löptid som de extra växlarna. Enligt Riksgälden utgjorde denna placeringsform i praktiken det enda alternativet med tanke på omfattningen av transaktionerna, samt det normala kravet i Riksgäldens likviditetsförvaltning på god säkerhet.⁹ Det var också en placeringsform som var väl beprövad och erbjöd låg kreditrisk. Att döma av pressmeddelandet, som skickades ut samma dag som beslutet fattades, fanns det även en medveten tanke om att placeringarna skulle stödja bostadsobligationsmarknaden.¹⁰

Som ett alternativ diskuterade Riksgälden även att placera medlen i dollarmarknaden. Detta bedömdes dock leda till allt för stora kostnader för att skydda sig mot växelkursrisken, samtidigt som de tillgångar som övervägdes framstod som alltför osäkra ur kreditrisksynpunkt.¹¹

9.3.1 Finansiella risker

De risker som är förknippade med extraemissioner och placeringen av de medel som lånas upp är samma risker som andra finansiella placeringar är förknippade med: marknadsrisk, kreditrisk, löptidsrisk och motpartsrisk. Att placeringarna är förknippade med risker kan dock inte vara skäl för att avstå från att genomföra extraemissioner. En systemkris i det finansiella systemet kan innebära

⁹ Riksgäldskontoret (dnr 2010:161): *"Underlag för utvärdering av statsskuldsförvaltningen 2008 och 2009"*.

¹⁰ Pressmeddelande från Riksgälden, 18 september 2008.

¹¹ Riksgäldskontoret: *"Extra emissioner av statsskuldväxlar"*, Statsupplåning – Prognos och analys 2008:3.

betydligt större samhällsekonomiska kostnader än att staten förlorar pengar på placeringarna.

Det är dock naturligt att staten vill begränsa risken i placeringarna. Detta görs i dag genom regeringens riktlinjer till Riksgälden; se nedan.

9.3.2 Riktlinjer från regeringen

Den 29 oktober 2008 fattade regeringen för första gången beslut om riktlinjer för Riksgäldens möjligheter att ta upp lån i likviditetsstödjande syfte. Dessa riktlinjer, som numera återfinns i regeringens årliga riktlinjebeslut, har i allt väsentligt varit oförändrade sedan dess.

Enligt riktlinjerna ges Riksgälden rätt att ha lån utestående till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för att tillgodose behovet av statslån med olika löptider. Denna möjlighet får dock bara utnyttjas om det är påkallat av hot mot den finansiella stabiliteten.

Riktlinjerna föreskriver vidare att placeringen av de upplånade medlen ska vägledas av de principer som anges i lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut (stödlagen).

Av det första riktlinjebeslutet framgår att detta innebär att de upplånade medlen ska användas för att främja den finansiella stabiliteten. Där angavs också att Riksgälden ska inhämta Riksbankens synpunkter på hur de upplånade medlen ska placeras. Vidare hänvisade regeringen till andra principer i stödlagen, bl.a. att placeringarna så långt möjligt bör göras så att en otillbörlig snedvridning av konkurrensen förhindras, att statens långsiktiga kostnader ska hållas så låga som möjligt, att statens insatser i möjligaste mån kan återfås, samt så att staten får ersättning för sitt risktagande.

9.4 Bedömningar och slutsatser

9.4.1 Riksgäldens möjlighet att låna för att tillgodose behovet av statslån

Utredningens bedömning: Möjligheten för regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgälden att låna för att tillgodose behovet av statslån till olika löptider bör finnas kvar.

Skälen för utredningens bedömning: Erfarenheterna från finanskrisen 2008 visar att likviditetsförsörjningen i ekonomin kan vara känslig för störningar. Som beskrivs i avsnitt 9.1 kan likviditeten snabbt försämrast när det uppstår osäkerhet i systemet. Utredningen instämmer därför i Finanskriskommitténs slutsats att det är viktigt att staten har möjlighet och beredskap att snabbt kunna vidta lämpliga åtgärder när behovet uppstår.

Finansiella krisers förlopp låter sig inte så lätt förutsägas. En finanskris innebär närmast per definition en oförutsedd och extraordinär situation. Enligt utredningens bedömning är det därför viktigt att staten och dess myndigheter har tillgång till en bred palett av åtgärder. Det kan också vara fråga om hur snabbt en myndighet kan agera. I vissa situationer kan vissa åtgärder gå att genomföras snabbare än andra.

Efter den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers konkurs den 15 september 2008 var Riksgälden först med att stötta likviditeten i marknaden genom att emittera extra statsskuldväxlar. Därefter följde en rad olika program och åtgärder från såväl Riksbanken som regeringen, varpå Riksgäldens åtgärder snabbt fasades ut. Redan vid årsskiftet 2008 hade stocken av statsskuldväxlar minskat från toppnoteringen på 120 miljarder kronor till 57 miljarder kronor och i mars 2009 förföll de sista extra växlarna. Men i krisens inledande skede, innan de andra åtgärderna hade kommit igång, spelade Riksgäldens extraemissioner en viktig roll för att upprätthålla det finansiella systemets funktioner.

Mot denna bakgrund anser utredningen att den möjlighet som regeringen, eller efter regeringens bestämmande, Riksgälden har enligt budgetlagen (5 kap. 1 §, första satsen, 4) att emittera statspapper i stabilitetssyfte bör behållas. Den erbjuder en option till krisåtgärd som inte kostar staten någonting. Metoden har dessutom redan provats i en kris och visade sig då vara både användbar och effektiv.

En invändning skulle kunna vara att ansvarsfördelningen mellan Riksgälden och Riksbanken för de likviditetsstödjande åtgärderna blir otydlig om ansvaret läggs på två ställen. Men eftersom beslutet om att låna i stabilitetsstödjande syfte ska tas i samråd med Riksbanken torde detta inte var något stort problem. I stället kan de båda myndigheternas åtgärder ses som komplement till varandra. Utredningen förutsätter precis som Finanskriskommittén att såväl Riksbanken som Riksgälden kommer att sträva efter att använda det medel som är bäst lämpat i den situation som de har att hantera.

Utredningen kan vidare konstatera att Riksgälden, i sitt yttrande över Finanskriskommitténs betänkande, avvisar Finanskriskommitténs förslag om att Riksbanken ska få låna statspapper av Riksgälden utan att dessa tas med i beräkningen av statsskulden.¹² Riksgälden menar att en sådan ordning skulle skapa en otydlighet i redovisningen av statsskulden, som inte överensstämmer med Riksgäldens och statens ambition att redovisa statsskulden så öppet och tydligt som möjligt. Dessutom framhåller Riksgälden att myndigheten saknar lösningar för att hantera den föreslagna utlåningen rent praktiskt. Enligt Riksgälden kan det som Finanskriskommittén försöker uppnå genom sitt förslag redan uppnås med hjälp av befintliga metoder. Finanskriskommitténs förslag är därför överflödigt.

Eftersom utredningen inte kan förutse om regeringen kommer att genomföra Finanskriskommitténs förslag eller ej, är det ett ytterligare skäl till att, åtminstone tills vidare, behålla Riksgäldens möjlighet att låna i likviditetsstödjande syfte. Om regeringen väljer att inte gå vidare med Finanskriskommitténs förslag är det nödvändigt att behålla den nuvarande ordningen för att säkra att eventuella störningar på statspappersmarknaden ska kunna hanteras. Om regeringen däremot väljer att genomföra Finanskriskommitténs förslag kan frågan övervägas på nytt under beredningen av förslaget.

9.4.2 Placeringsregler

Utredningens bedömning: Det bör inte införas några lagstadgade placeringsregler avseende medlen från extra emissioner. Dessa kan liksom tidigare hanteras inom ramen för regeringens riktlinjebeslut.

Skälen för utredningens bedömning: Som vi konstaterar i avsnitt 9.3.1 är placeringar av medel från extra emissioner förknippade med samma typ av finansiell risk som andra finansiella placeringar. Enligt utredningen är det naturligt att staten försöker begränsa denna risk, även om dess existens inte kan vara skäl för Riksgälden att avstå från att genomföra extraemissionerna om dessa anses vara

¹² Riksgäldskontoret (dnr 2013/513): "SOU 2013:6 Att förebygga och hantera finansiella kriser – delbetänkande från Finanskriskommittén".

nödvändiga av stabilitetsskäl. Det är dock inte självklart att sådana begränsningar bäst utfärdas i lag, eftersom det kan ge upphov till ett alltför inflexibelt regelverk.

Enligt utredningens bedömning måste man även beakta att den extra upplåning som vi talar om här är tänkt att göras i en kris-situation och att placeringarna därför måste anpassas till vad som framstår som ändamålsenligt i den situationen. Som framgår av avsnitt 9.1.2 bidrog Riksgäldens placeringar under den förra finans-krisen även till att stödja bankernas och bostadsinstitutens finansie-ring. Detta bidrog till att lugna även dessa marknader.

Mot bakgrund av detta anser utredningen att det inte bör införas en särskild bestämmelse i budgetlagen kring medlens place-ring. I stället anser utredningen att den nuvarande ordningen där regeringen anger riktlinjer för medlens placering inom ramen för den vanliga riktlinjerprocessen är mer ändamålsenlig. Det ger flexi-bilitet till regeringen att kunna anpassa riktlinjerna till den upp-komna krissituationen om så skulle behövas.

10 Riksgäldens likviditetsförvaltning

Utredningen har i uppdrag att analysera behovet av ett regelverk för Riksgäldens likviditetsförvaltning. Kapitlet inleds med en beskrivning av utredningens uppdrag. Därefter presenterar vi en kartläggning över hur statens betalningar är fördelade över tiden. Detta visar att betalningarna är synnerligen ojämnt fördelade, både över året och inom månaderna. Vidare redogör vi kortfattat för hur Riksgälden agerar för att hantera dessa svängningar i betalningsflödena. Slutligen redovisar vi våra överväganden och förslag. Slutsatsen är att den praxis som vägleder Riksgäldens likviditetsförvaltning förefaller fungera väl, men att det av tydlighetsskäl bör införas en bestämmelse i 5 kap. budgetlagen som ger regeringen (eller Riksgälden) uttryckligt författningsstöd att bedriva denna verksamhet.

10.1 Utredningens uppdrag

För att genomföra sitt uppdrag att förvalta statsskulden lånar Riksgälden regelmässigt upp medel som inte omedelbart behövs för att fullgöra statliga betalningar. Det handlar i strikt mening om finansiering, även om den i regel är kortfristig. Ett exempel är att Riksgälden lånar upp medel gradvis inför återbetalningen av ett större obligationslån. Dessa och andra oregelbundna kassaflöden gör att Riksgälden periodvis har ett kassaöverskott. Medlen place-ras kortfristigt i avvaktan på kommande utbetalningar. Riksgälden får även kassaöverskott till följd av att inbetalningar regelmässigt sker vid andra tidpunkter än utbetalningar. Samlingsbenämningen på denna typ av kortfristig skuld- och tillgångsförvaltning är *likvi-ditetsförvaltning*.

Likviditetsförvaltning är en nödvändig förutsättning för att Riks-gälden ska kunna klara av sitt uppdrag att löpande fullgöra statens betalningar. Riksgälden hantering av kortfristiga medel är på så sätt

en integrerad del av uppdraget att förvalta statsskulden. Att Riksgälden bedriver sådan verksamhet är också dokumenterat och beskrivet, bl.a. i den återkommande återrapporteringen till regeringen och riksdagen. Det finns även bestämmelser i Riksgäldens instruktion som anger vilka instrument Riksgälden får använda för att placera medel som inte behövs för utbetalningar.

Däremot saknas stöd i 5 kap. budgetlagen för Riksgäldens likviditetsförvaltning. Utredningens uppdrag i denna del är att utreda om Riksgäldens likviditetsförvaltning bör ges en reglering grundat på riksdagsbeslut och hur det i så fall bör utformas för att möjliggöra en smidig och effektiv likviditetsförvaltning. Vi ska i det sammanhanget även kartlägga hur statens betalningar är fördelade över året.

10.2 Statens betalningar

10.2.1 Betalningarna varierar både över månaden och året

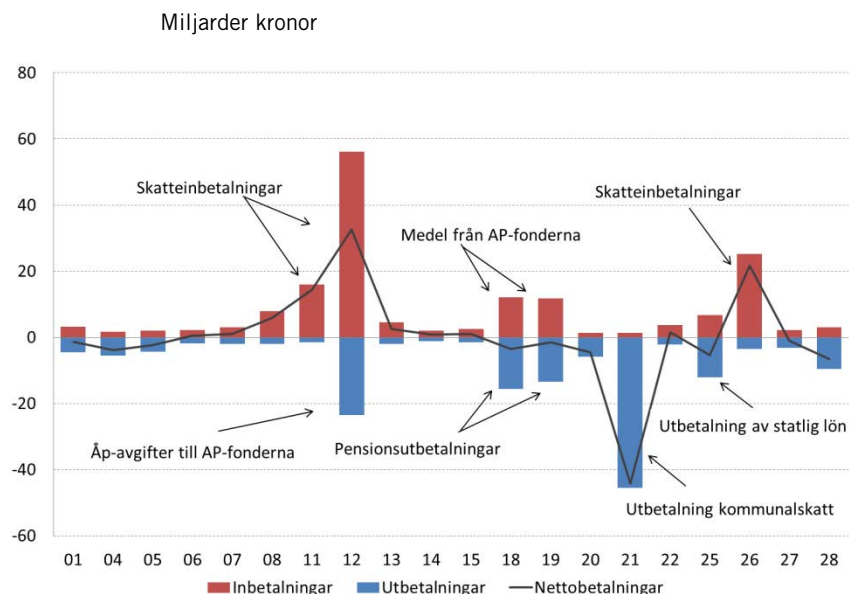
I Riksgäldens uppdrag som förvaltare av statsskulden ingår att säkerställa att staten fortlöpande fullgör sina betalningsåtaganden. Statens betalningar är organiserade så att nettot av samtliga betalningar samlas på Riksgäldens konto i Riksbanken. Vid slutet av dagen måste Riksgälden dock se till att saldot på kontot är noll, eftersom Riksgälden inte får låna medel av Riksbanken över natten.¹ Av praxis placerar Riksgälden inte heller några pengar hos Riksbanken över natten. I stället ser Riksgälden till att nollställa kontot genom att det underskott eller överskott som kvarstår finansieras respektive placeras i den s.k. dagslänemarknaden där övriga deltagare i första hand är banker.

Svängningarna i statens betalningar är dock så stora att det inte är ändamålsenligt för Riksgälden att passivt invänta utfallet av dagens betalningar. I stället bedriver Riksgälden aktiv likviditetsförvaltning. Det innebär att Riksgälden förbereder sig för de svängningar som finns i statens betalningar genom att låna upp eller placera

¹ Nuvarande ordning infördes 1994. Fram till dess stod nettot av dagens betalningar kvar på konto i Riksbanken över natten. I och med EU-inträdet togs möjlighet för Riksgälden att låna från Riksbanken bort. Som en anpassning till denna ordning slutade Riksgälden även att placera medel hos Riksbanken. Anledningen var dels att Riksbanken skulle slippa hantera de likviditetsflöden som uppstår, dels att Riksbanken inte erbjuder staten någon ränta på medlen.

medel med kort löptid.² Att dessa svängningar är betydande framgår av diagram 10.1 och 10.2.

Diagram 10.1 Statens betalningar fördelade över en typisk månad (mars 2013)



Källa: Riksgälden.

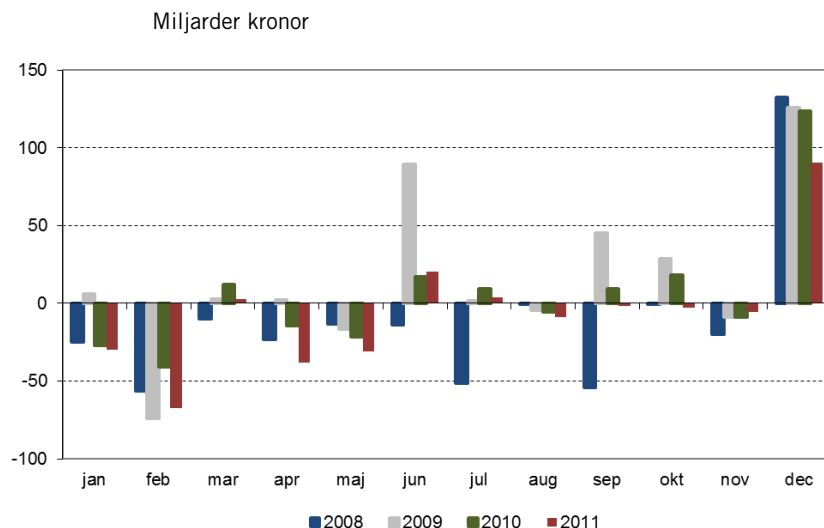
Diagram 10.1 visar hur statens in- och utbetalningar (exklusive Riksgäldens nettoutlåning och betalningar kopplade till statsskulden) är fördelade över en typisk månad, i detta fall mars 2013. Som framgår är både brutto- och nettobetalningarna obetydliga under flertalet dagar. Men enligt ett återkommande mönster är betalningarna desto större vissa andra dagar. Störst överskott uppstår i anslutning till den 12:e i månaden, då skatter betalas in. Störst underskott uppstår den 21:a, då staten betalar ut skattemedel till kommuner och landsting.

² De instrument som Riksgälden använder i likviditetsförvaltningen är, förutom statsskuldväxlar, banklån respektive bankplaceringar (deposits), repor, löpande försäljning och uppköp av statsskuldväxlar, likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skräddarsydda löptider), treparts-repor (repor mot korg av säkerheter med en tredje part som hanterar säkerheterna) och commercial papers. Transaktionerna görs i både kronor och utländsk valuta. Valutarisk hanteras med hjälp av derivat. För en mer utförlig beskrivning av likviditetsförvaltningen, se Riksgäldens artikel "Statens likviditetsförvaltning" i Statsupplåning – prognos och analys, 2005:1. En bra beskrivning finns också i Riksgäldens skrivelse "Underlag för utvärdering av statsskultsförvaltningen 2012" (dnr 2013/276).

Diagrammet visar endast myndigheternas löpande betalningar. För att komma till nettolånebehovet (definitionsmissigt lika med budgetsaldot med omvänt tecken) måste räntebetalningar på statskulden och betalningar kopplade till Riksgäldens nettoutlåning läggas till. Därutöver påverkas statens likviditetsbehov av återbetalningar av förfallande lån.

I likviditetsförvaltningen hanteras alla dessa betalningar samordnat. Riksgälden har till exempel valt att lägga förfall av statskuldväxlar till den tredje onsdagen i varje månad, kort efter den stora månatliga skatteinbetalningen. Likviditetsförvaltningen utgör således inte en avskild verksamhet inom upplåningen, begränsad till exempelvis vissa löptider, utan är en integrerad del av den övriga upplåningen. Låneprognoser och planering av all upplåning utnyttjas för att skapa en effektiv hantering av statens kassaflöden.

Nettolånebehovet i mars 2013, den månad som illustreras i diagram 10.1, var -5,8 miljarder kronor (dvs. ett överskott). Som framgår av diagram 10.2 är månadsutfallet i mars normalt nära noll. Diagrammet visar även att finns det stora skillnader i hur nettolånebehovet fördelar sig mellan månader. I synnerhet sticker december ut. Även 2011, när statens budget sammanlagt under året visade ett överskott på 68 miljarder kronor, var lånebehovet (underskottet) i december 90 miljarder. Dessa underskott följs sedan normalt av överskott i januari och februari. Detta mönster beror på regler som styr när betalningar ska ske. I december överförs till exempel under ett helt års inbetalade premiepensionsmedel till de fonder som spararna valt.

Diagram 10.2 Statens nettolånebehov fördelat över året, 2008–2011

Källa: Riksgälden.

10.2.2 Enskilda händelser och Riksgäldens repoverksamhet påverkar också

Riksgäldens kassaställning kan även påverkas av enskilda större inbetalningar. Detta illustreras i diagram 10.2 av de stora staplarna för vissa månader. Ett exempel på stora inbetalningar är staplarna i februari då många hushåll och enskilda firmor regelmässigt gör extra inbetalningar av skatt för att undvika underskott på skattekontot (s.k. fyllnadsinbetalningar). Ett annat exempel är försäljningsinkomsterna från Vasakronan i september 2008 (25 miljarder kronor). De stora staplarna på utbetalningssidan i juni, september och oktober 2009 beror på Riksgäldens vidareutlåning till Riksbanken för att stärka valutareserven.

Ytterligare ett exempel på en stor inbetalning är den stora stapeln i juli 2008. Då betalades köpeskillingen för aktierna i Vin & Sprit, som uppgick till cirka 50 miljarder kronor. Betalningen skedde i dollar och euro. Bland annat för att undvika transaktionskostnader avstod Riksgälden från att växla över pengarna till kronor. I stället användes medlen för att täcka räntebetalningar och förfall av lån i utländsk valuta under de följande månaderna. Under den perioden hade Riksgälden således ett likviditetsöverskott i utländsk valuta,

som placerades i kortfristiga instrument. Exemplet illustrerar hur aktiv likviditetsförvaltning kan användas för att undvika drastiska omläggningar i Riksgäldens upplåning i samband med stora enskilda kassaflöden.

En ytterligare källa till svängningar i Riksgäldens kassaställning är medel som kommer in via marknadsvårdande repor (se avsnitt 5.5). Dessa transaktioner har sin grund i att Riksgälden för att underlätta återförsäljarnas riskhantering erbjuder dem att (till en viss kostnad) kortfristigt låna statspapper. På så sätt kan en återförsäljare alltid vara säker på att få tag på ett papper som den sålt i sitt arbete som marknadsgarant. Detta bidrar till att förbättra marknadsgaranternas vilja och förmåga att erbjuda investerarna möjlighet att omsätta statspapper, vilket i sin tur sänker statens lånekostnader. Därutöver bidrar detta system till att undvika störningar från leveransmisslyckande, dvs. att en aktör som sålt ett statspapper inte förmår överlämna det till köparen. Sådana händelser kan få spridningseffekter och bidra till osäkerhet i handeln.

En repotransaktion innebär i praktiken att Riksgälden säljer ett statspapper och samtidigt avtalar att köpa tillbaka det någon eller några dagar senare. I och med att Riksgälden får in pengar när repen görs är det liktydigt med ett kortfristigt lån. Dessa pengar påverkar därmed kassaställningen och måste således hanteras inom ramen för likviditetsförvaltningen.

10.2.3 Sammanfattning

Riksgäldens kassaställning påverkas av ett antal olika faktorer. Dessa faktorer är i större eller mindre grad förutsägbara, men i stor utsträckning opåverkbara från Riksgäldens synpunkt. Förutsättningarna att som ett led i statsskuldsförvaltningen styra betalningsflödena är således begränsade. Följaktligen ställer effektiv statsskuldsförvaltningen krav på likviditetsförvaltning i meningen åtgärder för att kortfristigt låna och placera medel. Den fråga utredningen har att besvara är om dessa aktiviteter behöver regleras och hur regelverket i så fall bör se ut.

10.3 Reglering av Riksgäldens likviditetsförvaltning

Utredningens förslag: Ett bemyndigande att ta upp lån till staten inom ramen för löpande likviditetsförvaltning ska införas i budgetlagen.

Skälen till utredningens förslag: Av föregående avsnitt framgår att det vore omöjligt för Riksgälden att fullgöra sitt uppdrag att finansiera statens verksamhet till lägsta möjliga kostnad med beaktande av risk utan att låna (och placera) medel som inte direkt och i samma tidpunkt kan kopplas till något av de upplåningsändamål som anges i 5 kap 1 § budgetlagen. I så måtto kan likviditetsförvaltning ses som en del av det generella uppdraget att förvalta statskulden. Riksdagen har också via den återkommande uppföljningen av statsskuldsförvaltningen i praktiken godkänt den förvaltning som Riksgälden bedriver. Från praktisk synpunkt finns det således inget nämnvärt behov av att komplettera regelverket med bestämmelser som rör likviditetshanteringen.

Utredningen anser ändå att en likviditetsförvaltning utgör en så väsentlig del av statsskuldsförvaltningen att ett uttryckligt bemyndigande bör införas i budgetlagen. Verksamheten är väsentlig i första hand från funktionell synpunkt, eftersom skuldförvaltning utan likviditetsförvaltning inte skulle fungera. Periodvis kan även de summor som hanteras inom ramen för likviditetsförvaltningen vara så stora att verksamheten kan anses vara väsentlig även i ett mer snävt statsfinansiellt perspektiv.³ Genom att bemyndigandet anges i klartext i budgetlagen ges också bättre förutsättningar att utveckla likviditetsförvaltningen, inklusive hur den styrs och utvärderas, utifrån det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen.

Enligt utredningens bedömning behöver bemyndigandet bara omfatta Riksgäldens *lån* inom ramen för likviditetsförvaltningen (dvs. förfinansiering), och inte Riksgäldens *placeringar*. Enligt regeringsformen förvaltar och förfogar regeringen nämligen över statens tillgångar (9 kap. 8 §). Det behövs därför ingen särskild bestämmelse i budgetlagen om förvaltningen av de tillgångar som avses. På samma sätt behövs ingen särskild bestämmelse för lån som Riksgälden tar upp för att täcka underskott i statens betalningar, efter-

³ För en typmånad rör det sig om överskott på 15–20 miljarder kronor per dag eller underskott på 20–35 miljarder kronor per dag. Men även större och mindre över- och underskott kan förekomma enskilda dagar. Se Riksgäldens skrivelse "Underlag för utvärdering av statsskuldsförvaltningen 2012" (dnr 2013/276).

som detta redan regleras i budgetlagen. Däremot saknas en bestämmelse för sådana lån som Riksgälden tar upp i förväg, dvs. i väntan på en kommande utbetalning. Dessa medel måste nämligen placeras på penningmarknaden, ett upplåningsändamål som budgetlagen alltså inte ger stöd för i dag.

Som framgår ovan är likviditetsförvaltning i första hand ett *medel* för att fullgöra uppdraget att finansiera statsskulden. Följaktligen bör ett bemyndigande att låna inom ramen för likviditetsförvaltning hållas åtskilt från de låneändamål som räknas upp i 5 kap. 1 § budgetlagen. I stället bör bemyndigandet föras in i en egen paragraf.

Likviditetsförvaltningen ska precis som tidigare vägledas av målet för statsskuldsförvaltningen, nämligen kostnadsminimering med beaktande av risk. De riktlinjer avseende Riksgäldens förvaltning av skulden som nämns i 6 § ska – vid behov – kunna omfatta likviditetsförvaltningen. Ramarna för likviditetsförvaltningen bör således inte regleras i lag utan kunna beslutas av regeringen.

Utredningen har inte analyserat om ytterligare sådana operativa riktlinjer behövs eller hur de i så fall kan tänkas se ut. Den frågan hanteras bäst inom ramen för den ordinarie styrningsprocessen, baserad på regeringens riktlinjebeslut och riksdagens uppföljning av statsskuldsförvaltningen. Den processen och våra synpunkter på densamma behandlas i kapitel 11.

11 Processen för statsskuldsförvaltningen

Utredningen har i uppdrag att analysera om det finns skäl att införa ett längre tidsperspektiv i styrningen för statsskuldspolitiken så att riktlinjebeslut fattas mer sällan än varje år. I det här kapitlet presenterar vi slutsatserna från denna analys. Kapitlet inleds med en beskrivning av den nuvarande processen för statsskuldsförvaltningen. Därefter presenteras utredningens överväganden och förslag.

Utredningen har även i uppdrag att analysera om processen för styrningen av statsskuldsförvaltningen i några delar bör förändras eller förtydligas mot bakgrund av de förändringar som utredningen föreslår i andra frågor. Utredningens bedömningar i dessa frågor finns i avsnitt 7.6 och 7.7 (överupplåning och tillgångsförvaltning), samt i avsnitt 10.3 (Riksgäldens likviditetsförvaltning).

11.1 Den nuvarande processen för statsskuldsförvaltningen

Processen för statsskuldspolitiken infördes i lag 1998, då även målet för statsskuldspolitiken lagfästes (numera 5 kap. 6 § budgetlagen). Processen innebär att Riksgälden senast den 1 oktober varje år ska lämna förslag till regeringen om kommande års riktlinjer. Förslaget remitteras därefter till Riksbanken för yttrande. Regeringen ska senast den 15 november varje år fatta beslut om riktlinjerna. I riktlinjebeslutet gör regeringen på en övergripande nivå en avvägning mellan den förväntade kostnaden och risken i statsskulden. Riksgälden ansvarar för att riktlinjerna omsätts i den operativa förvaltningen av statsskulden, samt för att fatta taktiska beslut inom de ramar som regeringen fastställt. Både regeringens styrning och Riksgäldens tillämpning av riktlinjerna tar sin utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.

Även uppföljningen av statsskuldsförvaltningen är lagreglerad. Formellt tar utvärderingsprocessen sin början den 22 februari i samband med att Riksgälden överlämnar underlag för utvärdering till regeringen. Underlaget utgör en viktig grund till den utvärderingsskrivelse som regeringen, senast den 25 april vartannat år, lämnar till riksdagen. Under mellanåren, då statsskuldsförvaltningen inte utvärderas i en särskild skrivelse till riksdagen, redovisas en preliminär utvärdering i budgetpropositionen. I syfte att få in fler referenspunkter och ett fördjupat material i utvärderingsarbetet har Finansdepartementet från och med 2008 års utvärderingsskrivelse anlitat externt stöd för granskningen. Den externa granskningen utgör ett komplement till regeringens egen utvärdering. Den externa granskningen har i flera fall innehållit förslag om förändringar i styrningen som regeringen och Riksgälden arbetat vidare med.

11.2 Utredningens bedömning och förslag

Utredningens bedömning: Processen för styrning och uppföljning av statsskuldsförvaltningen tycks fungera väl. Processens reglering i budgetlagen bör i huvudsak behållas då den tillsammans med målet för statsskuldspolitiken bidrar till stadga och tydlighet.

Utredningens förslag: Regeringen ska besluta om riktlinjer minst vart tredje år. Kravet att regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över förslag till riktlinjebeslut ska utökas till att avse även beslut som fattas mellan två ordinarie riktlinjebeslut. I de fall underlaget till riktlinjebeslut inte kommer från Riksgälden ska även Riksgälden ges tillfälle att yttra sig.

Skälen för utredningens bedömning och förslag

Erfarenheterna är goda

Den lagstadgade processen för statsskuldspolitiken gör, tillsammans med målet för statsskuldspolitiken, det tydligt hur styrningen och utvärderingen av densamma ska gå till. Styrningen konkretiseras i regeringens riktlinjer. I riktlinjerna framgår även de prin-

ciper och nyckeltal som ska tillämpas vid utvärderingen. Detta främjar konsistensen i uppföljningen över tiden. I och med att riksdagen återkommande granskar och yttrar sig om verksamheten säkerställer processen också att den instans som formulerat målet även har inflytande över själva förvaltningen, liksom över hur utvärderingen går till.

Av utredningsdirektivet framgår att processen för statsskuldspolitikerna fungerar väl. Utredningen har inte funnit skäl att göra någon annan bedömning. Utredningen anser därför att processens reglering i budgetlagen i huvudsak bör behållas då den tillsammans med målet för statsskuldspolitikerna bidrar till stadga och tydlighet.

Ett längre tidsperspektiv i styrningen

I utredningens uppdrag att analysera om styrningsprocessen för statsskuldspolitikerna i några delar bör förändras eller förtydligas ingick även att analysera om det finns skäl att införa ett längre tidsperspektiv i styrningen, så att riktlinjebeslut fattas mer sällan än varje år. Utredningens bedömning är att ett längre tidsperspektiv bör kunna införas under förutsättning att regeringen bedömer att riktlinjerna är ändamålsenliga under en längre period än ett år.

Skälet till att ta bort kravet på att riktlinjebeslutet ska fattas årligen är att det skulle spara resurser i Riksgälden och i Regeringskansliet. Den årliga riktlinjeprocessen kräver betydande beredningsresurser, även när ändringarna i riktlinjerna i sak är små. I perioder när riktlinjerna bedöms kunna gälla för mer än ett år bör dessa resurser kunna användas på ett bättre sätt än till riktlinjeprocessen. Riktlinjerna avser redan i dag den kommande fyraårsperioden, varav beslut avseende de tre sista åren är preliminära.

Utredningen har övervägt att helt ta bort kravet på ett tidsbestämt riktlinjebeslut, men kommit fram till att det framstår som ett alltför stort steg att ta. Det är viktigt att statsskuldsförvaltningens inriktning och uppläggning återkommande ses över och blir föremål för förnyad analys. Utredningen föreslår därför att riktlinjebeslut ska fattas minst vart tredje år. Visar det sig efter några års tillämpning av den föreslagna ordningen att ordinarie beslut med längre mellanrum än tre år framstår som lämpligt, kan ett sådant steg tas då.

Utvärderingar från riksdagens sida bör däremot som hittills göras vartannat år. På så sätt kommer regeringens hantering av

mandatet att inte fatta beslut lika ofta att kunna granskas av riksdagen i den ordinarie utvärderingsprocessen. Om riksdagen finner att förutsättningarna för statsskuldsförvaltningen ändrats så att riktlinjerna bör ses över kan den, på samma sätt som inom andra delar av statsskuldsförvaltningen, ge uttryck för den uppfattningen.

I sammanhanget bör noteras att Riksgälden även enligt gällande regler när som helst på eget initiativ kan lämna förslag till ändrade riktlinjer. Likaså kan regeringen ändra de gällande riktlinjerna när som helst, på förslag från Riksgälden eller på eget initiativ. Så skedde senast under finanskrisen 2009 när löptidsriktvärdet för den nominella kronskulden tillfälligt upphävdes för att ge utrymme för utgivning av långa obligationer och när mandatet för positioner mellan kronor och andra valutor höjdes. Även om kravet på årligt återkommande riktlinjebeslut tas bort, finns alltså goda förutsättningar att anpassa riktlinjerna till exempelvis markant ändrade utsikter för statsfinanserna eller oväntade ändringar i de lånevillkor staten möter. Det måste, liksom hittills, anses följa av regeringens och Riksgäldens ansvar för statsskuldsförvaltningen att fortlöpande bevaka riktlinjernas ändamålsenlighet och vid behov initiera förändringar. Utredningen förslår därför inte någon särskild lagreglering av detta ansvar.

För fullständighetens skull bör det även noteras att det inte heller finns något hinder mot att Riksbanken när som helst på eget initiativ uppmärksammar om en eventuell konflikt skulle uppstå mellan de gällande riktlinjerna och penningpolitikens krav. Det kan ske genom en skrivelse som lämnas till regeringen och/eller riksdagen. Inte heller Riksbankens möjlighet att påverka processen för-sämras således av den föreslagna ändringen.

Kravet på att låta Riksbanken yttra sig utökas

Enligt gällande regler om riktlinjer för förvaltning av statsskulden (5 kap. 6 § budgetlagen) ska Riksbanken också beredas möjlighet till yttrande över det årliga förslaget till riktlinjer. Någon uttrycklig bestämmelse om att regeringen ska låta Riksbanken yttra sig inför beslut om riktlinjer utöver det årliga riktlinjebeslutet saknas. Samma sak gäller i förekommande fall Riksgälden.

Regeringens skyldighet att låta Riksbanken och Riksgälden yttra sig även inför dessa beslut följer förvisso av det allmänna beredningskravet i 7 kap. 2 § regeringsformen. Utredningen anser emeller-

tid att det finns anledning att utöka dagens bestämmelse i 5 kap. 6 § budgetlagen i den del som avser samrådet inför beslut om riktlinjer. För att uppnå enhetlighet i beredningen bör det uttryckligen framgå av bestämmelsen att Riksbanken inför beslut om riktlinjer ska få tillfälle att yttra sig. Om beslutsunderlaget inte har sin grund i förslag från Riksgälden bör även Riksgälden uttryckligen få tillfälle att yttra sig.

Eftersom förändringar i riktlinjer för statsskuldsförvaltningen kan påverka förutsättningarna för penningpolitiken skapar ett formaliserat förfarande vid samrådet inför samtliga riktlinjebeslut även nödvändig tydlighet i hanteringen av de avvägningar som kan uppkomma mellan penningpolitiken och statsskuldspolitiken. Detta gäller särskilt om förändringarna är omfattande eller behöver genomföras snabbt, vilket kan vara fallet just när riktlinjerna behöver ändras mellan två ordinarie beslut. Sannolikheten för sådana mellanliggande riktlinjeändringar får dessutom anses öka om de ordinarie besluten fattas mer sällan än varje år.

Följändringar

Enligt förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret ska myndigheten senast den 1 oktober varje år till regeringen lämna förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Regeringen ska enligt 5 kap. 6 § budgetlagen låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldens förslag och senast den 15 november besluta om riktlinjer.

Även med utredningens förslag om att regeringen minst vart tredje år ska besluta om riktlinjer, framstår detta tidsschema för den normala riktlinjeprocessen i huvudsak som ändamålsenlig om riktlinjerna ska träda i kraft vid årsskiftet. Möjligen kan övervägas om det angivna datumet i förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret bör ändras till den 15 september för att ge mer tid och underlätta för finansdepartementets beredning av Riksgäldens förslag. Även förutsättningarna för Riksbankens beredning av yttrande med anledning av riktlinjeförslaget skulle påverkas positivt vid en sådan ändring.

Övrigt

I övrigt har utredningen inte identifierat några behov av ändringar eller förtydliganden av processen. Den grundläggande ansvarsfördelningen mellan riksdagen, regeringen och Riksgälden bör således bevaras.

12 Ikraftträdande och övergångsbestämmelser

12.1 Ikraftträdande och övergångsbestämmelser

Utredningens förslag och bedömning: Ändringarna ska träda i kraft den 1 januari 2016. Det saknas behov av övergångsbestämmelser.

Skälen för utredningens förslag och bedömning: Som framgår av avsnitt 6.3.3 bedömer utredningen att behovet av överupplåning inte kommer att aktualiseras inom den närmaste framtiden.

Utredningens förslag om anpassningar av bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning till budgetlagens övriga bestämmelser bör lämpligen träda i kraft vid budgetårets början. Det samma gäller utredningens förslag beträffande bemyndiganden och riktlinjeprocessen.

För att ge tillräcklig tid för beredningen av förslagen och för att inte tynga beredningen av budgetpropositionen för år 2015, bör de ändringar som utredningen föreslår träda i kraft den 1 januari 2016.

Enligt utredningens bedömning saknas behov av övergångsbestämmelser.

13 Konsekvenser av utredningens förslag

13.1 Krav på redovisning av konsekvenser

Utredningen presenterar ett antal olika förslag till ändringar i budgetlagen, i första hand i 5 kap. som handlar om statens upplåning och skuldförvaltning. I avsnitt 7.6 föreslår utredningen att regeringen, efter särskilt bemyndigande av riksdagen, ska få ta upp lån till staten för att upprätthålla god låneberedskap. I avsnitt 8.2 föreslår vi att kravet på ett årligt bemyndigande för regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgäldskontoret att ta upp lån för angivna ändamål ska ändras till ett stående bemyndigande.

I avsnitt 8.4 föreslår utredningen att bestämmelsen angående medel som Riksbanken tillför staten i utbyte mot lån som tas upp för att tillgodose Riksbankens behov av valutaserv ska tas bort. I avsnitt 8.5 föreslår vi vissa terminologiska och systematiska anpassningar av 5 kap. budgetlagen till övriga budgetlagen.

I avsnitt 10.3 föreslår utredningen att ett mandat ska införas i budgetlagen för regeringen eller, efter regerings bestämmande, Riksgälden att låna inom ramen för den löpande likviditetsförvaltningen. I avsnitt 11.2 föreslår vi att kravet på ett årligt riktlinjebeslut ska ändras till ett krav på beslut minst var tredje år. Vidare föreslår vi att kravet på att regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över förslag till riktlinjebeslut förtydligas till att avse även beslut som fattas mellan två ordinarie riktlinjebeslut. I de fall underlaget till riktlinjebeslut inte kommer från Riksgälden ska även Riksgälden ges tillfälle att yttra sig.

Enligt utredningsdirektivet (dir. 2013:17) och 14 § kommittéförordningen (1998:1474) ska utredningen redovisa de statsfinansiella och samhällsekonomiska konsekvenserna av våra förslag. Dessa konsekvenser redovisas i avsnitt 13.2 respektive 13.3.

Enligt 15 § kommittéförordningen ska utredningen redovisa konsekvenserna för den kommunala självstyrelsen, brottligheten och det brottsförebyggande arbetet, villkoren för små företag, jämställdhet mellan kvinnor och män, m.m. Det samma gäller konsekvenser av nya och ändrade regler som påverkar företags regelbörda. Utredningen gör bedömningen att förslagen i detta betänkande inte medför några sådana konsekvenser.

13.2 Effekter på samhällsekonomi

Utredningens bedömning: Utredningen förslag om överupplåning möjliggör för staten att upprätthålla en fungerande statspappersmarknad under perioder där det ordinarie lånebehovet är litet. Syftet är främst att säkerställa god låneberedskap för staten, men det kan också medföra vissa positiva effekter för samhällsekonomin. Möjligheten att överupplåna gör det också möjligt för staten att behålla nödvändig kompetens och infrastruktur för att kunna ta upp lån i utländsk valuta. Även detta höjer statens låneberedskap. Utredningens övriga förslag bedöms ha inga eller försumbara samhällsekonomiska effekter.

Skälen för utredningens bedömning: I avsnitt 7.6 föreslår utredningen att regeringen, efter bemyndigande av riksdagen, ska få ta upp lån till staten för att upprätthålla god låneberedskap. Förslaget innebär att regeringen eller, efter regerings bestämmande Riksgälden, ska få låna mer än vad som krävs för att finansiera löpande betalningar i statens budget och övriga stående låneändamål. Syftet är som nämns ovan främst att kunna upprätthålla en väl fungerande statspappersmarknad i ett läge där det ordinarie lånebehovet är litet, men också att kunna behålla nödvändig kompetens och infrastruktur för att snabbt kunna ta upp lån i utländsk valuta om det skulle behövas. Därigenom säkerställs att staten har goda finansieringsmöjligheter även i framtiden.

Utredningen redogör i kapitel 5 och 7.1 för konsekvenserna av en minskande statsskuld. Som nämns ovan syftar förslaget främst till att upprätthålla statens möjligheter att låna i framtiden, men förslaget kan även ha positiva effekter på de finansiella marknaderna i stort, eftersom statspappersmarknaden fungerar som en bas för andra delar av de finansiella marknaderna i Sverige. Med en väl

fungerande statspappersmarknad kan statspappersräntan användas som riskfri referensränta, statspapper kan användas som säkerhet i transaktioner och kan utgöra en riskfri tillgång i investerares portföljer. Utredningen bedömer att detta ger positiva samhällsekonomiska effekter. Det är dock svårt att bedöma storleken på dessa effekter, inte minst därför att de rör hur andra väl andra marknader fungerar.

Som nämns i avsnitt 7.6.2 torde även förutsättningarna för penningpolitiken underlättas med väl fungerande finansiella marknader, inklusive marknaden för statspapper. I den utsträckning som överupplåningen bidrar till att upprätthålla marknadens funktionsätt har detta troligtvis en positiv inverkan på Riksbankens möjligheter att bedriva penningpolitik.

Utöver detta förslag presenterar utredningen, som nämns ovan, ytterligare ett antal förslag som avser bestämmelser i budgetlagen. Dessa bestämmelser riktar sig till regeringen och handlar om regeringens befogenheter och skyldigheter angående statens upplåning och skuldförvaltning. Enligt utredningens bedömning har de inga nämnvärda konsekvenser för samhällsekonomin.

13.3 Effekter på statsfinanser

Utredningens bedömning: Utredningen bedömer att överupplåning i enlighet med utredningens förslag kommer att kunna genomföras till begränsad kostnad och risk, under förutsättning att de överupplånade medlen placeras till låg kreditrisk och att övriga marknadsrisker och motpartsrisker begränsas. Utredningens övriga förslag bedöms ha inga eller försumbara statsfinansiella konsekvenser.

Skälen för utredningens bedömning: Som nämns ovan föreslår utredningen i avsnitt 7.6 att regeringen, med riksdagens bemyndigande, ska få ta upp lån till staten utöver vad som krävs för att finansiera löpande betalningar i statens budget och refinansiera förfallande lån. Syftet är som också nämns ovan att säkerställa god låneberedskap för staten genom att, i lägen då statens ordinarie lånebehov är litet, kunna upprätthålla de lånekanaler och marknader som bedöms vara mest viktiga.

En överupplåning är förknippad med både kostnader och intäkter eftersom staten dels kommer att behöva betala en ränta på de upplånade medlen, dels kommer att få intäkter från förvaltningen av de överupplånade medlen. Hur nettot av detta kommer att bli går dock inte att säga på förhand. Det kommer att bero på vilka transaktioner som genomförs och hur marknadsförhållandena ser ut vid affärstillfället.

Utredningen bedömer dock att en överupplåning kommer att kunna genomföras till begränsad kostnad och risk, under förutsättning att medlen placeras till låg kreditrisk och att övriga marknadsrisker och motpartsrisker begränsas. I avsnitt 6.4.2 presenteras en möjlig investeringsstrategi som uppfyller dessa krav. Enligt denna skulle medlen placeras i tyska eller amerikanska statspapper och den valuta- och löptidsrisk som uppstår skulle begränsas med hjälp av derivatinstrument. Som framgår av diagram 6.3 har dessa transaktioner historiskt genererat större intäkter än kostnader när medlen har placerats i tyska statspapper. I snitt har resultatet under perioden uppgått till 0,4 procent. Om medlen däremot hade placerats i amerikanska statspapper har transaktionerna varit lönsamma först efter hösten 2009. Dessförinnan har de varit förknippade med en nettokostnad på som mest 0,4 procent.

Det bör understrykas att även om dessa transaktioner historiskt har varit lönsamma i de flesta fall, så behöver de inte vara det i framtiden. Utredningen förutsätter att vilka placeringsmöjligheter som staten har kommer att analyseras på nytt den dag en överupplåning skulle bli aktuell, och att denna analys kommer att utgöra en del av beslutsunderlaget som presenteras för riksdagen.

Till detta kommer att överupplåning som bidrar till god låneberedskap skulle sänka statens förväntade kostnader för att låna och riskerna för att möta finansieringsproblem, om det i ett senare skede visar sig att staten på nytt får stora lånebehov. Detta avspeglar att åtgärden i grund och botten är en tillämpning av det gällande målet för statsskuldsförvaltningen på en framtida situation.

Vad gäller de övriga förslagen gör utredningen bedömningen att de inte har några nämnvärda statsfinansiella effekter. Förslaget att införa ett längre tidsperspektiv i styrningen av statsskuldsförvaltningen så att riktlinjebeslut fattas mer sällan än varje år, kommer förvisso, som vi konstaterar i avsnitt 11.2, att spara resurser i Riksgälden och i Regeringskansliet. I ett statsfinansiellt perspektiv är dessa besparingar dock försumbara.

14 Författningskommentar

14.1 Förslaget till ändring i budgetlagen (2010:203)

5 kap.

1 §

I paragrafens första stycke införs ett bemyndigande för regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgälden att ta upp lån till staten för de i stycket uppräknade ändamålen. Detta innebär att regeringen inte längre behöver inhämta riksdagens bemyndigande, som i dag görs i budgetpropositionen, för upplåning som görs i enlighet med de i stycket uppräknade ändamålen. Övervägandena finns i avsnitt 8.2.

I punkten 2 anpassas terminologin till den i 6 och 7 kap. budgetlagen avseende krediter och garantier. Någon saklig förändring är inte avsedd. Övervägandena finns i avsnitt 8.5.1.

2 §

I paragrafen, som är ny, införs ett bemyndigande för regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgälden att ta upp lån till staten inom ramen för löpande likviditetsförvaltning. Vad som avses med likviditetsförvaltning framgår av avsnitt 10.1. Övervägandena finns i avsnitt 10.3.

3 §

I paragrafen, som är ny, införs ett nytt ändamål för vilket lån till staten får tas upp. I paragrafen anges att med riksdagens bemyndigande får regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgälden ta upp lån till staten för att säkerställa en god låneberedskap. Övervägandena finns i avsnitt 7.5 och 7.6.

4 §

I paragrafen anges att med riksdagens bemyndigande får regeringen eller, efter regeringens bestämmande, ett affärsverk ta upp lån till staten för affärsverkets verksamhet. Paragrafen motsvarar nuvarande 2 §. Ändringarna är endast språkliga.

5 §

I paragrafen regleras vem som förvaltar statens skuld. Paragrafen motsvarar nuvarande 3 § första stycket. Även den skuld som tas upp till staten enligt 2 och 3 §§ ska förvaltas av regeringen eller, efter regeringens bestämmande, Riksgäldskontoret, vilket anges i paragrafen.

Bestämmelserna i nuvarande 3 § andra stycket med begränsningar i användningen av medel som tillförs staten från Riksbanken vid upplåning för att tillgodose bankens behov av valutareserv, har utgått. Övervägandena finns i avsnitt 8.4.

Ändringen i övrigt är endast språklig.

6 §

I paragrafen anges att staten ansvarar för samtliga lån som regeringen, Riksgäldskontoret eller ett affärsverk tar upp. Paragrafen motsvarar delvis nuvarande 4 § som innehåller en garanti för statens ansvar beträffande samtliga lån och garantier som ombesörjs av regeringen, Riksgäldskontoret och affärsverk. Bestämmelsen i den del den avser garantier flyttas till en ny paragraf i 6 kap. (se kommentaren till 6 kap. 6 §). Någon ändring i sak är inte avsedd. Övriga ändringar är endast språkliga. Övervägandena finns i avsnitt 8.5.1.

7 §

I paragrafen regleras målet för statsskuldsförvaltningen. Paragrafen motsvarar nuvarande 5 §. Ändringen föranleds av att det i bestämmelsen finns en hänvisning till nuvarande 3 § som i stället ska betecknas 5 §.

8 §

Paragrafen innehåller bestämmelser om regeringens handläggning av beslut om riktlinjer för Riksgäldens statsskuldsförvaltning. I *första stycket*, som motsvarar nuvarande 6 §, regleras den normala riktlinjeprocessen. Kravet på årliga riktlinjer ersätts med ett krav på riktlinjer minst vart tredje år. Genom *andra stycket*, som är nytt, förtydligas att regeringen även inför beslut vid sidan av den normala riktlinjeprocessen ska inhämta yttranden från Riksbanken och, om det behövs, från Riksgälden. Om Riksgälden vid sidan av den normala riktlinjeprocessen gör en framställan till regeringen med förslag till ändrade riktlinjer kan redan därigenom behovet av yttrande från Riksgälden anses tillgodosett. Övervägandena finns i avsnitt 11.2.

9 §

I paragrafen regleras utvärderingen av statsskuldsförvaltningen. Paragrafen motsvarar nuvarande 7 §. Ändringen innebär att startpunkten tas bort för regeringens skrivelse till riksdagen med utvärdering av statsskuldsförvaltningen. Regeringens skrivelse om statsskuldsförvaltningen ska även fortsättningsvis överlämnas till riksdagen vartannat år. Någon ändring i sak är inte avsedd.

6 kap.

6 §

Paragrafen är ny och innehåller motsvarande bestämmelse som nuvarande 5 kap. 4 § såvitt avser garantier. Bestämmelsen har alltså flyttats till 6 kap. som innehåller bestämmelser om ekonomiska åtaganden och utlåning och har inordnats bland bestämmelserna om utlåning och garantier. Ändringen är systematiskt motiverad.

Bestämmelsen har också anpassats till terminologin i kapitlet på så sätt att termen garantier har ersatts med uttrycket kreditgarantier och andra liknande åtaganden.

I bestämmelsen anges att statens ansvar omfattar alla kreditgarantier eller andra liknande åtaganden som beslutas av regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer. Detta innebär en utvidgning av bestämmelsens tillämpningsområde jämfört med vad som gäller i dag. Övervägandena finns i avsnitt 8.5.1.

Kommittédirektiv 2013:17

Översyn av statsskuldspolitiken

Beslut vid regeringssammanträde den 14 februari 2013

Sammanfattning av uppdraget

En särskild utredare ska utreda frågor som rör statsskuldspolitiken samt statspappersmarknadens funktion och betydelse för den finansiella stabiliteten.

Utredarens huvuduppgifter är att

- belysa samspelet mellan statsskuldspolitiken och den finansiella stabiliteten,
- utreda om målet för statsskuldspolitiken bör kompletteras eller formuleras om,
- utreda statspappers roll när det gäller marknadens behov av säkra tillgångar som betalningsmedel, likviditetsreserv och säkerhet vid belåning och derivattransaktioner samt i annan riskhantering,
- analysera statspappers betydelse för de finansiella marknaderna, bl.a. när det gäller tillgång till en riskfri jämförelseränta,
- se över utformningen av bestämmelserna i 5 kap. budgetlagen,
- analysera om styrningsprocessen för statsskuldspolitiken i några delar bör förändras eller förtydligas,
- analysera om det är ändamålsenligt för staten att inrätta en tillgångsportfölj som buffert i krissituationer samt vilken betydelse nivån på statsskulden har för om en sådan buffert bör inrättas,

- analysera behovet av reglering av Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning,
- utarbeta nödvändiga författningsförslag i de avseenden utredaren kommer fram till att regelverken behöver ändras.

Uppdraget ska redovisas senast den 15 januari 2014.

Bakgrund

Målet för statsskuldspolitiken och upplåningens ändamål

Målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld ska förvaltas på ett sådant sätt att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Målet, liksom de ändamål för vilka Riksgäldskontoret får ta upp lån till staten regleras i 5 kap. budgetlagen (2011:203). Fram till 2011 fanns denna reglering i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning. Målet reglerades i lag 1998 men gällde i allt väsentligt även innan dess.

Regeringen får inte utan att riksdagen har medgett det ta upp lån eller göra andra ekonomiska åtaganden för staten (9 kap. 8 § andra stycket regeringsformen). Enligt budgetlagen får Riksgäldskontoret, efter riksdagens bemyndigande och regeringens bestämmande, ta upp lån till staten för att

1. finansiera löpande underskott i statens budget och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
2. tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
3. amortera, lösa in och köpa upp statslån,
4. i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och
5. tillgodose Riksbankens behov av valutaserv.

Bemyndigandet lämnas för ett budgetår i sänder.

Processen för statsskuldspolitiken

I samband med att målet för statsskuldspolitiken infördes i lag 1998 reglerades även processen för styrning och uppföljning av statsskuldsförvaltningen. Processen innebär att Riksgäldskontoret senast den 1 oktober varje år ska lämna förslag till regeringen om kommande års riktlinjer. Förslaget remitteras därefter till Riksbanken för yttrande. Regeringen ska senast den 15 november varje år fatta beslut om riktlinjerna. I riktlinjebeslutet styr regeringen på en övergripande nivå den förväntade kostnaden och risken i statsskulden. Riksgäldskontoret ansvarar för att strategiska beslut fattas inom ramen för riktlinjerna och att dessa omsätts i den operativa förvaltningen av statsskulden.

Utvärderingsprocessen tar formellt sin början den 22 februari i samband med att Riksgäldskontoret överlämnar underlag för utvärdering till regeringen. Underlaget utgör en viktig grund till den utvärderingsskrivelse som regeringen, senast den 25 april vartannat år, lämnar till riksdagen. Under mellanåren, då statsskuldsförvaltningen inte utvärderas i en särskild skrivelse till riksdagen, redovisas en preliminär utvärdering i budgetpropositionen. I syfte att få in fler referenspunkter och ett fördjupat material i utvärderingsarbetet har Finansdepartementet från och med 2008 års utvärderingsskrivelse anlitat externt stöd för granskningen. Den externa granskningen utgör ett komplement till regeringens egen utvärdering. Den externa granskningen har i flera fall innehållit förslag om förändringar i styrningen som regeringen och Riksgäldskontoret arbetat vidare med.

Förutsättningarna för statsskuldspolitiken på 1990-talet

I november 1995 tillsattes en utredning med uppdrag att utreda den statliga upplåningen. Våren 1997 överlämnade Statsskuldspolitiska utredningen sitt betänkande (SOU 1997:66). Bakgrunden till utredningen var att den svenska statsskulden stigit kraftigt under 1990-talet. Från 1990 till 1995 mer än fördubblades den okonsoliderade statsskulden i kronor. År 1998 var den okonsoliderade statsskulden som störst och uppgick till 1 449 miljarder kronor. Enligt det mått som används vid jämförelser av EU-ländernas

offentliga skuldsättning, den s.k. Maastrichtskulden¹, var skulden i förhållande till BNP för Sveriges del som störst 1996. Skuldkvoten uppgick då till 73 procent. Under den aktuella perioden uppgick räntorna på statsskulden till omkring 100 miljarder kronor per år, vilket var en av de största utgiftsposterna på statens budget.

Mot bakgrund av att statsskulden var stor och att räntekostnaderna utgjorde en stor andel av statens utgifter föll det sig naturligt att den målformulering som 1998 infördes i lag inriktades på att hålla nere kostnaderna och riskerna i statsskulden. Vid tidpunkten var alla tänkbara behov av statspapper i den privata sektorn tillfredsställda med råge. Det fanns därför inte anledning att överväga ett sekundärt statsskuldspolitiskt uppdrag, kopplat till att säkerställa tillgång till statspapper för andra ändamål.

Förutsättningarna för statsskuldspolitiken i dag

Sedan 1990-talskrisen har de svenska statsfinanserna stärkts betydligt. Förutsättningarna för statsskuldspolitiken har därmed ändrats sedan den nuvarande lagregleringen av statsskuldspolitiken fastställdes 1998. En tydlig skillnad är att statsskulden i förhållande till BNP sjunkit markant. Detta kan illustreras med att skuldkvoten, enligt Maastrichtdefinitionen, i det närmaste har halverats sedan 1996. Vid utgången av 2011 uppgick Maastrichtskulden till 38,4 procent av BNP. I ett internationellt perspektiv kan detta jämföras med att den genomsnittliga Maastrichtskulden för EU27 vid samma tidpunkt uppgick till 82,5 procent av BNP. Regeringens prognos pekar på en fallande statsskuldskvot, vilket också ligger i linje med nuvarande budgetpolitiska mål och ambitioner. Osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden är dock stor.

En annan tydlig skillnad är att räntekostnaden för statsskulden har minskat betydligt sedan 1990-talet. Detta är framför allt en konsekvens av fallande marknadsräntor. Under 2011 uppgick räntekostnaderna till 26 miljarder kronor, vilket också är den nivå som räntekostnaderna beräknas uppgå till de närmaste åren.

Ytterligare viktiga skillnader är att den finansiella sektorn i Sverige har vuxit som andel av landets BNP och att den finansiella krisen gjort det än tydligare att statspapper kan ha en roll när det

¹ Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld. För svenska förhållanden innebär definitionen att statsskulden och den kommunala sektorns skulder på kapitalmarknaden räknas samman, med avdrag för AP-fondernas innehav av statsobligationer.

gäller stabiliteten i den finansiella sektorn och därmed för samhälls-ekonomin i stort.

Analys av statsskuldens andelar och löptider pågår inom den ordinarie riktlinjprocessen för statsskuldens förvaltning

Regeringen gav i april 2010 Riksgäldskontoret i uppdrag att med utgångspunkt från en betydligt högre respektive lägre statsskuld analysera hur stora andelarna av de olika skuldslagen bör vara samt analysera hur löptiden bör hanteras i dessa fall.

Uppdraget har rapporterats i form av en kvalitativ analys i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2012 samt i en förnyad analys av framför allt valutaskuldens andel i förslaget till riktlinjer för 2013. I regeringens beslut avseende riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2013 framgår att innan den nuvarande andelen för valutaskulden på 15 procent omprövas bör kostnads- och finansieringsriskaspekterna analyseras djupare. Riksgäldskontoret ska redovisa en sådan analys i riktlinjeförslaget för 2014. Ytterligare skäl till att avvakta en förändring av riktlinjerna för valutaskulden är att det pågått en utredning om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (Fi 2011:12). Utredningen behandlar frågor som kan komma att påverka Riksgäldskontorets valutaexponering samt dess roll i finansieringen av valutareserven. Utredningen lämnade sitt betänkande den 30 januari 2013 (SOU 2013:9).

Statspapper och finansiell stabilitet

Statens primära syfte med att ge ut statspapper är att finansiera underskott i statens budget. Historiskt har statens budget visat större underskott än överskott, vilket resulterat i en statsskuld. Ur investerarnas perspektiv är statspapper mer än ett värdepapper bland andra. Statspapper erbjuder nämligen en kreditvärdighet och – delvis av den orsaken – en likviditet som värdepapper utgivna av aktörer i den privata sektorn normalt inte kan efterlikna.

Statspappers speciella roll illustrerades tydligt under finanskrisen hösten 2008. Direkt efter Lehman Brothers konkurs spreds oro för att fler banker skulle drabbas. Följden blev en allvarlig förtroendekris på interbankmarknaden. Oron ledde till att statspapper plötsligt i princip var det enda räntebärande instrument som gick att omsätta

och belåna. En följd av detta blev att efterfrågan på statspapper steg mycket kraftigt. För att möta efterfrågan emitterade Riksgäldskontoret statsskuldväxlar utöver vad som behövdes för att finansiera statens faktiska lånebehov. Syftet med de extra emissionerna var att motverka en akut brist på statspapper och samtidigt underlätta bankernas och bostadsinstitutens finansiering. De medel som de extra emissionerna gav placerades i huvudsak i lån till banker med säkerställda bostadsobligationer som säkerhet (omvända repor i bostadsobligationer). Åtgärden underlättade på så sätt bostadsinstitutens upplåning och förbättrade bankernas finansieringssituation.

Transaktionerna innebar att aktörer på marknaden kunde byta ut värdepapper som hade låg likviditet i det rådande osäkra läget mot statspapper med hög likviditet. Innehavet av statspapper kunde sin tur användas som säkerhet för lån mellan aktörer i den privata sektorn. Detta bidrog till att dämpa oron på räntemarknaden vid sidan av statspappersmarknaden. Som mest var extra växlar för 120 miljarder kronor utestående. Eftersom det var växlar med kort löptid som emitterades, var effekten på statsskulden snabbt övergående, och i mars 2009 förföll de sista extra växlar. Transaktionerna resulterade i ett överskott på 175 miljoner kronor, eftersom räntan på placeringarna var högre än den ränta som betalades för den extra upplåningen.

Riksgäldskontorets extra emissioner föranledde en skyndsam lagändring med retroaktiv verkan. Av förarbetena till lagändringen (prop. 2008/09:61 s. 64–67 och 83) och av riktlinjerna för statsskuldens förvaltning framgår att möjligheten endast får utnyttjas om det är påkallat av hot mot den finansiella stabiliteten.

I februari 2011 tillsatte regeringen en kommitté för att göra en översyn av det svenska regelverket för hantering av finansiella kriser (dir. 2011:6 och 2012:81). Uppdraget till kommittén, som antagit namnet Finanskriskommittén, är att föreslå åtgärder för att förbättra regelverket så att framtida finansiella kriser i första hand kan mildras genom förebyggande åtgärder och i andra hand lösas på ett effektivt sätt. Utgångspunkten är att skattebetalarnas intressen ska värnas och att allmänhetens förtroende för det finansiella systemet ska säkerställas. I Finanskriskommitténs delbetänkande (SOU 2013:6) föreslås att Riksgäldskontoret i syfte att motverka allvarliga störningar i likviditetsförsörjningen ska få besluta att låna ut statspapper till Riksbanken. Förslaget innebär att villkoren för lånet utformas så att lånet inte behöver tas med vid beräkningen av

statsskulden samt att den tidigare möjligheten att tillgodose behovet av statslån med olika löptider finns kvar.

Att statspapper har en särskild roll bekräftas även av att de i många fall har en särskild ställning i det finansiella regelverket. Ett exempel är att banker ska hålla likviditetsbuffertar, som till stora delar ska bestå av just statspapper. Detta bygger på förutsättningen att statspapper är de mest likvida tillgångarna, vilket i sin tur förutsätter att det finns tillräckligt stor volym statspapper i omlopp för att de ska vara likvida om och när en bank snabbt behöver sälja tillgångar i sin likviditetsbuffert. Rollen som likviditetsbuffert bygger också på att statspapper historiskt är det tillgångsslag som närmast har kunnat betraktas som riskfritt.

Statspapper används ofta som säkerhet för att hantera motparts-risker i handel med derivatinstrument, exempelvis med centrala motparter. Bland annat Internationella valutafonden (IMF) har påpekat att en brist i säkerheter kan få negativa konsekvenser för handeln i derivat. En brist på statspapper skulle därmed kunna leda till att mer riskfyllda tillgångar användas som säkerheter. Detta skulle kunna försämra den finansiella stabiliteten. Då reglerna för vilka säkerheter som får användas i samband handel i derivatinstrument väntas bli striktare framöver kan detta komma att öka efterfrågan på statspapper.

Utmaningen att upprätthålla en väl fungerande statspappersmarknad trots en liten statsskuld är inte unik för Sverige. Danmark, Australien, Nya Zeeland och Norge är exempel på länder som i olika situationer valt att låna utöver det egentliga lånebehovet för att upprätthålla en väl fungerande statspappersmarknad.

Den norska staten har egentligen inget lånebehov, eftersom dess tillgångar kraftigt överstiger dess skulder. Trots det har Norge valt att bedriva en viss upplåning. Den utestående volymen statspapper uppgår till 400 miljarder norska kronor, där hälften är i statsskuldsväxlar och hälften i obligationer. Motivet bakom detta är dels behovet av likviditetsreserv för att sköta dagliga betalningar, dels vikten av att upprätthålla fungerande och effektiva finansiella marknader i Norge. Även argumentet att staten bidrar till att tillhandahålla en riskfri räntekurva från en månad upp till tio år har framförts.

Statspappers betydelse för de finansiella marknaderna, bl.a. när det gäller tillgång till en riskfri jämförelseränta

Även i diskussionerna om en minskande svensk statsskuld har det lyfts fram att ett minskat utbud av statspapper kan få konsekvenser för de finansiella marknaderna. Exempelvis har statspappersräntans roll som riskfri jämförelseränta, t.ex. vid prissättning av andra finansiella instrument, framhållits i dessa diskussioner. Det har påpekats att när statspapper har hög likviditet stärks förutsättningar för att bl.a. företagsobligationsmarknaden ska fungera väl. Avkastningskurvan för statspapper ger en referenspunkt så att räntorna på andra instrument kan uttryckas i termer av ett påslag på statspappersräntan. En kraftigt minskande statsskuld, som kan antas leda till en försämrad likviditet på statspapper, kan alltså tänkas försämma förutsättningarna för obligationsupplåning även för andra låntagare än staten.

Det finns dock studier som ifrågasätter att avkastningskurvan för statspapper bör användas som approximation för den riskfria räntan.² Dessutom uttrycks vanligtvis räntor på bostadsobligationer i jämförelse med swapräntan. I de kommande solvensreglerna för försäkringsföretag (solvens II) utgör swapräntan den riskfria räntan. Detta talar för att swapräntan i allt större utsträckning kommer att betraktas som den riskfria räntan bland marknadsaktörerna. Danmarks Nationalbank, IMF m.fl. har också framhållit att den funktion som räntan på statspapper har som riskfri ränta kan tas över av andra instrument, såsom räntan på bostadsobligationer, swapräntan eller motsvarande utländska instrument. Detta talar sålunda för att ett minskat utbud av statspapper inte skulle få betydande konsekvenser för andra finansiella tillgångar. Det finns dock flera andra eventuella konsekvenser som skulle kunna uppstå på de finansiella marknaderna av en minskande statsskuld, exempelvis på repomarknaden och i handeln med derivat. Å andra sidan skulle vissa tillgångar, som t.ex. säkerställda bostadsobligationer, kunna gynnas av en minskad statsskuld.

² Se Krishnamurthy och Vissing-Jorgensen [2010] "The Aggregate Demand for Treasury Debt".

Bestämmelser om statens upplåning och skuldförvaltning

Bestämmelser om statens upplåning och skuldförvaltning fanns tidigare i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning. I syfte att få ett sammanhållet regelverk fördes dessa bestämmelser i oförändrad form in som ett kapitel (5 kap.) i den nya budgetlagen, som trädde i kraft den 1 april 2011. Samtidigt fördes nya bestämmelser om statens utlåning in i budgetlagen (6 kap.). Någon anpassning av bestämmelserna i 5 kap. till övriga delar av budgetlagen har inte skett. Det finns därmed skäl att se över hur bestämmelserna om statens upplåning och skuldförvaltning förhåller sig till budgetlagens övriga delar och vid behov föreslå nödvändiga anpassningar.

I Finanskriskommitténs delbetänkande (SOU 2013:6) föreslås att Riksgäldskontoret i syfte att motverka allvarliga störningar i likviditetsförsörjningen ska få besluta om att låna ut statspapper till Riksbanken. I betänkandet Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (SOU 2013:9) behandlas frågor som rör Riksgäldskontorets roll i finansieringen av valutareserven. Det finns därmed även skäl att i samband med översynen beakta de förslag rörande Riksgäldskontorets utlåning av statspapper till Riksbanken som presenteras i Finanskriskommitténs delbetänkande (SOU 2013:6) samt de förslag rörande Riksgäldskontorets roll i finansieringen av valutareserven som presenteras i betänkandet Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (SOU 2013:9).

Tillgångsportfölj som buffert i krissituationer

En låg statsskuld är i grunden positivt för en stat. Ränteutgifterna på skulden blir mindre samtidigt som statens handlingsutrymme att möta ekonomiska kriser genom att låna till tillfälligt större utgifter ökar.

I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2012–2014 (Fi2011/4058) anmärks dock att en mycket låg statsskuld skulle kunna göra det svårare för staten att i en krissituation låna upp stora belopp på kort tid. Detta förklaras med att delar av den infrastruktur som stöder upplåningen kan tunnas ut eller helt försvinna om staten inte lånar under en lång tid och när statsskulden minskar kraftigt. Infrastrukturen för upplåningsverksamheten består av en mängd delar, exempelvis regelverk och

system, tillgång till marknader och köpare av statspapper (investerarbas), återförsäljare, andrahands-marknader och likviditet. Mot nämnda bakgrund skulle det, enligt Riksgäldskontoret, kunna vara motiverat att ha en viss upplåning i statsobligationer utöver vad som krävs för att finansiera statens löpande betalningar och förfallande lån. Den extra upplåningen skulle ge staten ett extra kassaöverskott att placera i tillgångar med låg risk. Denna buffert skulle sedan kunna användas i ett extremt krisläge när upplåningsmöjligheterna av någon anledning är begränsade. I situationer när statsskulden minskar skulle upplåning av detta slag även kunna bidra till att upplåningskanaler upprätthålls och att statspappersmarknaden blir mer likvid.

Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning

För att kunna fullgöra uppdraget att löpande sköta statens betalningar (inklusive förfall av gamla lån) måste Riksgäldskontoret periodvis ha likviditetsöverskott. Det hänger samman med att statens lånebehov är mycket ojämnt fördelat över året och under enskilda månader. För att kunna hantera finansieringsbehovet i exempelvis december (den månad när lånebehovet är som störst) bygger Riksgäldskontoret upp en viss överskottskassa under de närmast föregående månaderna. Detta görs genom att statsskuldväxlar emitteras i större omfattning än vad som krävs för att täcka statens lånebehov. Växlarna löper sedan till förfall, dvs. ska betalas, under de följande månaderna när statens betalningar visar överskott. Andra tillfällen då större överskott i likviditetsförvaltningen kan uppstå under flera månader är vid försäljning av statliga tillgångar eller när nya längre lån emitteras via syndikering. Riksgäldskontoret fortsätter att emittera i fastlagda scheman för statsobligationer även i perioder med kassaöverskott. Detta görs för att behålla en förutsägbar och väl fungerande statspappersmarknad. Kassaöverskottet används sedan under en längre tid för att finansiera underskott och lån som ska betalas tillbaka.

Hanteringen vägleds av målet om kostnadsminimering med beaktande av risk, men omfattas inte av de ändamål för vilka Riksgäldskontoret enligt 5 kap. 1 § budgetlagen har rätt att låna. Likviditetsförvaltningen redovisas i årsredovisningar och annan återrapportering och bedöms ha fungerat väl.

Behovet av översyn samt uppdraget

Statspapper och finansiell stabilitet

Som nämnts är målet för statsskuldspolitiken att statens skuld ska förvaltas på ett sådant sätt att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Enligt 5 kap. 1 § första stycket 4 budgetlagen har Riksgäldskontoret i samråd med Riksbanken möjlighet tillgodose behovet av statslån med olika löptider. Regeln tillkom under hösten 2008 när omständigheterna inte medgav tid till analys av hur det nya uppdraget som lades på statsskultsförvaltningen på bästa sätt bör utformas och regleras. Tillägget innebär att regelverket beaktar att statspapper har en roll för att tillgodose behovet av likvida tillgångar.

I Finanskriskommitténs delbetänkande (SOU 2013:6) föreslås att Riksgäldskontoret i syfte att motverka allvarliga störningar i likviditetsförsörjningen ska få besluta att låna ut statspapper till Riksbanken. Förslaget innebär att villkoren för lånet utformas så att lånet inte behöver tas med vid beräkningen av statsskulden samt att den tidigare möjligheten att tillgodose behovet av statslån med olika löptider finns kvar. Mot bakgrund av förslaget ska utredaren överväga om det finns anledning att upplåningsändamålet enligt 5 kap. 1 § första stycket 4 budgetlagen bör finnas kvar.

De risker för staten som är förknippade med extra emissioner för att tillgodose behovet av statslån ska som ett led i denna analys också belysas. Enligt regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning får volymen utestående lån för detta ändamål inte överstiga 200 miljarder kronor. Av riktlinjerna framgår att möjligheten att ta upp lån för ändamålet endast får utnyttjas om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion samt att placeringen av medlen bör vägledas av de principer som anges i lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut. Förslag om ytterligare regler kring medlens placering ska lämnas i det fall utredaren ser behov av detta samt under förutsättning att utredaren bedömer att upplåningsändamålet enligt 5 kap. 1 § första stycket 4 budgetlagen bör finnas kvar.

I uppdraget ingår även att analysera statsskulden som en del av den finansiella infrastrukturen och som medel för att bidra till finansiell stabilitet. En utveckling som innebär att tillgången på stats-

papper minskar samtidigt som kraven på likviditetsbuffertar och säkerheter vid derivattransaktioner i form av statspapper ökar, kan leda till att likviditeten på statspappersmarknaden försämras. I uppdraget ingår därför även att analysera i vilken utsträckning bankernas motståndskraft mot likviditetsstörningar kan komma att påverkas om likviditeten på statspappersmarknaden blir sämre och om risken ökar för att likviditetsstörningar uppstår.

Det finns även behov av att analysera samspelet mellan stats-skuldspolitiken och den finansiella stabiliteten. Analysen bör utmynna i en bedömning av om det finns anledning att komplettera eller omformulera målet för statsskuldsförvaltningen så att mål och uppdrag tydligt kopplas samman. Som framgår finns också skäl att utreda marknads behov av säkra tillgångar samt statspappers roll i detta avseende.

Statspappers betydelse för de finansiella marknaderna, bl.a. när det gäller tillgång till en riskfri jämförelseränta

En kraftigt minskande statsskuld och kommande regelförändringar, bl.a. de nya solvens II-reglerna, kan komma att leda till försämrad likviditet på den svenska statspappersmarknaden. Detta kan få konsekvenser för de finansiella marknaderna och andra finansiella tillgångar som handlas i Sverige. Exempelvis används ofta räntan på statspapper som jämförelseränta vid prissättning av andra finansiella instrument. Mot denna bakgrund finns det skäl att analysera statspappers betydelse för de svenska finansiella marknaderna, däribland den roll som den svenska statspappersräntan har som riskfri jämförelseränta vid prissättning av andra finansiella tillgångar. Det finns även skäl att undersöka vilka andra konsekvenser en minskad statsskuld i Sverige skulle kunna få för de finansiella marknaderna och för olika finansiella instrument. På området finns internationella erfarenheter som utredaren bör ta i beaktande vid analysen.

Bestämmelser om statens upplåning och skuldförvaltning

Utredaren ska se över bestämmelserna i 5 kap. budgetlagen samt vid behov anpassa utformningen av bestämmelserna till budgetlagens övriga delar. Vid översynen ska utredaren även beakta de

förslag rörande Riksgäldskontorets utlåning av statspapper till Riksbanken som presenteras i Finanskriskommitténs delbetänkande (SOU 2013:6) samt de förslag rörande Riksgäldskontorets roll i finansieringen av valutareserven som presenteras i betänkandet Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (SOU 2013:9).

Processen för statsskuldspolitiken

Processen för styrning och uppföljning av statsskuldsförvaltningen är fastställd i budgetlagen. Processen bygger på årliga riktlinjebeslut från regeringen, baserade på förslag från Riksgäldskontoret och en rutin för regelbunden återslagrapportering till riksdagen (vartannat år fr.o.m. 2008). I kombination med målet har processen gett en stadga åt hanteringen av statsskulden. Det är tydligt vilka faktorer som ska beaktas och det är tydligt hur arbetet med att utforma politiken i enlighet med målet ska gå till. Erfarenheterna av processen är goda.

Utredaren ska analysera om processen i några delar bör förändras eller förtydligas mot bakgrund av de eventuella förändringar som utredaren föreslår i andra frågor. Utredaren ska även analysera om det finns skäl att införa ett längre tidsperspektiv i styrningen, så att riktlinjebeslut fattas mer sällan än varje år.

Tillgångsportfölj som buffert i krissituationer

Regeringen har i de senaste årens riktlinjer för statsskuldens förvaltning ökat fokuseringen på robustheten i statsskulden. I detta syfte har regeringen bl.a. ökat den långa upplåningen i riktlinjerna och angett att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden. Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård har sedan tidigare beaktat refinansieringsriskerna i statsskulden (se Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2013). Den finansiella oron de senaste åren har inte inneburit några problem för Riksgäldskontoret att låna. Sveriges starka statsfinanser och låga statsskuld har inneburit att intresset för svenska statspapper ökat. I takt med tilltagande oro för den statsfinansiella utvecklingen i många andra länder har svenska statspapper allt mer

kommit att framstå som en extra trygg placering, vilket gjort att svenska staten lånat till historiskt låga nivåer.

En låg statsskuld innebär således stora fördelar för ett land. En mycket låg statsskuld kan dock leda till att etablerade marknader och upplåningskanaler tunnas ut eller försvinner. Detta skulle kunna försämra statens möjlighet att i en eventuell framtida kris låna upp stora belopp under en kort tid. Att bevara marknader och upplåningskanaler kan således vara ett sätt att minska statens finansieringsrisker. I situationer när statsskulden minskar skulle upplåning av detta slag även kunna bidra till att upplåningskanaler upprätthålls och att statspappersmarknaden blir mer likvid.

Utredningens utgångspunkt ska vara att en tillgångsportfölj endast ska användas för att minska lånebehovet i en eventuell framtida krissituation när de ordinarie upplåningsmöjligheterna är starkt begränsade. Detta motiveras av att bevara förutsättningarna för en god budgetdisciplin. För att kunna bedöma om det är ändamålsenligt för staten att inrätta en tillgångsportfölj som kan användas för att finansiera statliga utgifter i en krissituation är det flera frågor som måste besvaras. En sådan fråga är om det finns skäl att oroa sig för allvarliga finansieringsrisker av det slag som beskrivs eller om det mer kan antas handla om begränsade merkostnader under en period när upplåningen görs. En annan fråga är vilken betydelse nivån på statsskulden har för om en buffert bör inrättas. Vidare ska det klaras ut hur upplånade medel ska hanteras samt vilken myndighet som bör ansvara för förvaltningen. Tillgångsförvaltning medför kostnader och risker som också ska analyseras. För- och nackdelar med en tillgångsportfölj av ovan skisserat slag ska således analyseras. Förslag till regler avseende tillgångsförvaltningen, bl.a. när det gäller storlek och innehåll ska tas fram. Reglerna ska baseras på en analys av i vilka lägen staten kan ha behov av att använda medlen. En sådan situation torde vara när budgetunderskottet ökar markant, dvs. i samma situationer som de finansieringsrisker som aktualiserar extra upplåning uppträder. Kring frågorna om det är ändamålsenligt för stater att inrätta en tillgångsportfölj för att finansiera statliga utgifter i krissituationer finns en internationell diskussion och internationella erfarenheter som ska analyseras av utredaren.

Ett regelverk för Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning

I rollen som statens finansförvaltning sköter Riksgäldskontoret statens betalningar. För att kunna fullgöra detta uppdrag måste Riksgäldskontoret periodvis ha ett likviditetsöverskott. I dag saknas ett lagstadgat mandat för Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning då detta inte anges bland de ändamål för vilka Riksgäldskontoret enligt 5 kap. 1 § budgetlagen har rätt att låna. Verksamheten hanteras i dag enligt vissa placeringsregler angivna i Riksgäldskontorets instruktion samt utifrån ett ramverk och en praxis som Riksgäldskontoret har byggt upp.

Det kan finnas internationella erfarenheter att ta del av på området. I vissa andra länders regelverk förekommer exempelvis att effektiv likviditetshantering anges som ett uppdrag och därmed som ett av de ändamål för vilka upplåning är tillåten.

I uppdraget ingår att utreda om verksamheten bör ges ett ramverk grundat på riksdagsbeslut och hur det i så fall bör utformas för att möjliggöra en smidig och effektiv likviditetshantering. Det gäller oavsett om det blir aktuellt med extra upplåning för att skapa en tillgångsportfölj enligt vad som beskrivits ovan. Utredaren ska även kartlägga hur statens betalningar är fördelade över året.

Författningsförslag

Utredaren ska utarbeta nödvändiga författningsförslag i de avseenden utredaren kommer fram till att regelverken behöver ändras.

Konsekvensbeskrivningar

De statsfinansiella följderna ska analyseras och redovisas. Om förslaget medför samhällsekonomiska konsekvenser ska dessa också analyseras och redovisas. Detsamma gäller eventuella konsekvenser för marknadsaktörer på de finansiella marknaderna.

Samråd och redovisning av uppdraget

Utredaren ska i sitt arbete samråda med berörda myndigheter, främst Riksgäldskontoret, Riksbanken och Finansinspektionen. Utredaren är oförhindrad att ta upp angränsande frågor som kan komma att aktualiseras i utredningsarbetet.

Uppdraget ska redovisas senast den 15 januari 2014.

(Finansdepartementet)

Statens offentliga utredningar 2014

Kronologisk förteckning

1. Vissa bostadsbeskattningsfrågor. Fi.
2. Framtidens valfrihetssystem
– inom socialtjänsten. S.
3. Boende utanför det egna hemmet
– placeringsformer för barn och unga. S.
4. Det måste gå att lita på konsument-
skyddet. Ju.
5. Staten får inte abdikera
– om kommunaliseringen av den svenska
skolan. U.
6. Män och jämställdhet. U.
7. Skärpta straff för vapenbrott. Ju.
8. Översyn av statsskuldspolitiken. Fi.

Statens offentliga utredningar 2014

Systematisk förteckning

Statsrådsberedningen

Justitiedepartementet

Det måste gå att lita på konsumentskyddet. [4]

Skärpta straff för vapenbrott. [7]

Utrikesdepartementet

Försvarsdepartementet

Socialdepartementet

Framtidens valfrihetssystem

– inom socialtjänsten. [2]

Boende utanför det egna hemmet

– placeringsformer för barn och unga. [3]

Finansdepartementet

Vissa bostadsbeskattningsfrågor. [1]

Översyn av statsskuldspolitiken. [8]

Utbildningsdepartementet

Staten får inte abdikera

– om kommunaliseringen av den svenska skolan. [5]

Män och jämställdhet. [6]

Landsbygdsdepartementet

Miljödepartementet

Näringsdepartementet

Kulturdepartementet

Arbetsmarknadsdepartementet
