

2018-04-27

Regeringskansliet
Finansdepartementet
Finansmarknadsavdelningen
103 33 STOCKHOLM

Att främja gröna obligationer (SOU 2017:115)

(Fi 2008/00116)

Ett av huvudförslagen i utredningen *Att främja gröna obligationer* är att staten ska emittera gröna obligationer. Som ansvarig myndighet för statens upplåning och skuldförvaltning fokuserar Riksgälden i remissvaret på detta förslag som presenteras i kapitel 8.

Förslaget innebär att Riksgälden skulle ge ut gröna statsobligationer inom ramen för den löpande finansieringen av underskott i statsbudgeten och förfallande lån. Det handlar därmed om att låna upp pengar till redan beslutade utgifter i budgeten, inte om att finansiera nya gröna investeringar. Pengarna som lånas upp måste motsvaras av lika stora utgifter som klassificerats som gröna, men de öronmärks inte för specifika gröna projekt.

Riksgäldens synpunkter i korthet

- Riksgälden anser att det för närvarande inte finns utrymme att ge ut gröna statsobligationer inom statsskuldförvaltningen. Att införa en ny typ av obligation med det begränsade lånebehov staten har i dagsläget skulle enligt Riksgäldens bedömning leda till högre långsiktiga kostnader för statens upplåning. Det är därmed inte förenligt med en effektiv förvaltning av statsskulden.
- Även på sikt torde lånebehovet – och därmed utrymmet för nya obligationer – vara begränsat eftersom överskottsmålet i det finanspolitiska ramverket innebär att nya utgifter i första hand finansieras med skatter och avgifter, inte en ökad statsskuld.
- Om lånebehovet ändå under en period blir stort kan Riksgälden överväga gröna statsobligationer som komplement till traditionella statsobligationer. En grön statsobligation skulle då kunna emitteras förutsatt att det bedöms bidra till långsiktig kostnadsminimering eller lägre risk.
- Utredningens alternativa lösning att grönstämpla en traditionell statsobligation – i stället för att ge ut en särskild grön obligation – är endast möjlig under vissa förutsättningar. Det krävs bland annat att det finns tillräckligt med gröna utgifter för att uppnå den volym som behövs för att säkerställa en god likviditet under hela obligationens löptid.
- Riksgälden motsätter sig förslaget om att vidare utreda reducerade krav på kapitaltäckning och resolutionsavgifter för att främja utgivning av gröna obligationer.

Utgångspunkter för Riksgäldens remissvar

Ett av Riksgäldens huvuduppdrag är att låna upp pengar åt staten för att finansiera underskott i statsbudgeten och refinansiera lån i statsskulden som förfaller. Riksgälden lånar genom att emittera olika typer av statspapper, främst obligationer. Huvuddelen av upplåningen görs i nominella statsobligationer med olika löptider, men Riksgälden använder även realobligationer och obligationer i utländsk valuta som komplement.

Målet för upplåningen och statsskultsförvaltningen är enligt budgetlagen att minimera den långsiktiga kostnaden samtidigt som risken beaktas. Riksgäldens huvudsakliga bidrag till kostnadsminimeringen är att verka för att marknaden för svenska statspapper är attraktiv för så många investerare som möjligt. Det gör Riksgälden bland annat genom att vara förutsägbar och transparent i upplåningen. På så vis minskar risken för investerare att köpa svenska statspapper, vilket gör att de är villiga att betala mer (allt annat lika). En annan viktig strategi för att göra svenska statspapper attraktiva är att främja likviditeten på marknaden, det vill säga möjligheten att köpa eller sälja stora volymer utan att priset påverkas.

I statspappersmarknaden i kronor är Riksgälden ensam emittent och behöver därför ha ett långsiktigt åtagande som bygger på transparens och förutsägbarhet. Av det följer att Riksgälden inte kan vara ”opportunistisk” i upplåningen, det vill säga söka de mest gynnsamma villkoren vid varje tillfälle. På den internationella kapitalmarknaden har Riksgälden som en av flera aktörer däremot större möjlighet att utnyttja tillfälligt fördelaktiga marknadsförhållanden.

Riksgälden använder som nämnts olika typer av obligationer i upplåningen. Det bidrar till att bygga upp en god låneberedskap för framtiden med tillgång till flera marknader och en bred investerarbas. Men när statens lånebehov är begränsat behöver Riksgälden fokusera upplåningen till nominella statsobligationer för att värna den marknaden. Nominella statsobligationer är Riksgäldens viktigaste upplåningsform eftersom den bedöms ge bäst förutsättningar att minimera kostnaden på lång sikt. Det beror bland annat på att investerarbasen är stor och likviditeten förhållandevis god. Riksgälden strävar därför efter att emittera nominella statsobligationer löpande och hålla upplåningen på en stabil nivå.

En förutsättning för att utredningen skulle få lämna ett förslag om statlig utgivning av gröna obligationer var att det skulle vara förenligt med budgetlagen och en effektiv statsskultsförvaltning. Utredningen bedömer att så är fallet i stora delar, men att det finns vissa hinder avseende bland annat statens lånebehov och likviditeten för svenska statsobligationer. För att minska likviditetsproblemet föreslår utredningen en lösning där en traditionell nominell statsobligation stämplas grön, som ett alternativ till att ge ut en särskild grön statsobligation.

Riksgälden kommenterar i remissvaret både utgivning av en särskild grön statsobligation som komplement till traditionella statsobligationer och alternativet att grönstämpla en traditionell statsobligation. Riksgälden lämnar även synpunkter på några av de övriga främjande åtgärder som föreslås. Men först konstateras att borttagandet av kravet på öronmärkning har gjort det möjligt för staten att emittera gröna obligationer.

Slopad öronmärkning möjliggör statlig utgivning av gröna obligationer

En viktig egenskap hos gröna obligationer är att de pengar som lånas upp ska vara tydligt kopplade till de gröna projekt som finansieras, det vill säga att pengarna öronmärks. Denna koppling är svår att få till för många stater, däribland Sverige. Det beror på att budgetlagen bygger på en princip om separation mellan finansiering och hur medlen används. Det gäller oavsett om finansieringen sker i form av lån eller skatteinkomster.

För att möjliggöra statlig utgivning av gröna obligationer har kravet på öronmärkning tagits bort i standarden Green Bond Principles. Därmed skulle Sverige kunna ge ut gröna statsobligationer på ett liknande sätt som Frankrike gjort.¹ Beslut om utgifter och investeringar fattas då på vanligt sätt – utifrån samhällsekonomiska kalkyler och inom budgetprocessen. Av de beslutade utgifterna klassificeras sedan vissa som gröna och staten kan ge ut gröna statsobligationer för motsvarande belopp som de totala gröna utgifterna.

Det behöver dock inte vara exakt de pengar som lånas upp med de gröna obligationerna som går till de gröna utgifterna. I praktiken blir det därmed ingen skillnad ur ett hållbarhetsperspektiv mellan att investera i en grön och en traditionell statsobligation, förutom att investeraren i den gröna obligationen får rapportering om de gröna projekten.

För att obligationerna ska kunna definieras som gröna måste staten sätta upp ett ramverk för vilken typ av utgifter som kan klassificeras som gröna, få ramverket validerat, identifiera gröna utgifter i budgeten, redovisa hur emissionslikviden allokaterats och rapportera om de miljö- och klimatmässiga effekter som uppnåtts.

En särskild grön statsobligation kan inte motiveras i dagsläget

Riksgälden anser inte att en särskild grön statsobligation vid sidan av traditionella statsobligationer i dagsläget skulle bidra till en effektiv statsskuldsvärdning. Emissionsräntan kan visserligen bli fördelaktig eftersom efterfrågan på gröna statsobligationer för närvarande är god, men Riksgälden bedömer att risken för högre långsiktiga kostnader för statens upplåning väger över. Det beror på att ett nytt skuldinstrument i kombination med dagens begränsade lånebehov skulle försämra likviditeten i traditionella statsobligationer.

Möjlig lägre emissionsränta till följd av god efterfrågan på gröna obligationer...

Utredningen konstaterar att det för närvarande inte finns definitivt påvisbara kostnadsfördelar med gröna obligationer jämfört med traditionella obligationer eftersom likviditeten för gröna obligationer är sämre (s. 252). En statlig emission skulle dock kunna bidra till bättre likviditet och därmed lägre ränta (högre pris) förutsatt ett stort utbud och ett långsiktigt åtagande.

För statens del är det inte heller orimligt att tro att enskilda emissioner redan från början skulle kunna prissättas förmånligt, eftersom efterfrågan på gröna svenska statsobligationer torde vara stor. I Frankrikes första emission var efterfrågan mer än tre gånger större än

¹ Även andra stater, exempelvis Polen och Fiji, har emitterat gröna obligationer, men utredningen lyfter framför allt fram Frankrike som jämförelse eftersom Frankrikes statsbudgetprocess anses ligga närmare Sveriges.

utbudet och obligationen prissattes i linje med motsvarande traditionell statsobligation (s. 392–393).

Kostnaden för själva försäljningen av obligationerna beror på vilken försäljningsmetod som används – så kallad syndikering eller standardiserade auktioner. Om man likt Frankrike använder syndikering krävs hjälp av en eller flera banker, vilket höjer kostnaderna jämfört med traditionella statsobligationer.²

Oavsett försäljningsmetod behöver staten betala för att sätta upp ett ramverk, anlita oberoende granskare, investera i resurser för rapportering och uppföljning med mera. Dessa kostnader skulle visserligen kunna ligga utanför statsskuld förvaltningen och finansieras med annat anslag, men de innebär ändå en merkostnad jämfört med traditionell upplåning.

... men ökad risk för högre långsiktiga kostnader för statens samlade upplåning

Gröna obligationer skulle liksom obligationer i utländsk valuta kunna bidra till en bredare investerarbaser och därmed stärka statens låneberedskap. Men i dagsläget – med ett begränsat lånebehov – skulle ett nytt skuldinstrument snarare få en negativ effekt på statens låneberedskap eftersom en ökad splittring av upplåningen riskerar att försämra likviditeten på marknaderna för traditionella statsobligationer. Med sämre likviditet blir obligationerna mindre attraktiva, vilket ökar upplåningskostnaden.

Den svenska staten skiljer ut sig jämfört med många andra länder genom att ha haft stora överskott, och därmed ett litet lånebehov, de senaste åren. Det har fått till följd att utbudet av statsobligationer har minskat kraftigt, vilket har bidragit till försämrade likviditet på marknaden. Riksbankens beslut att i penningpolitiskt syfte köpa statspapper i kombination med nya marknadsregleringar har ytterligare skärpt problematiken.³

ESV skriver i sin utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017 att likviditetssituationen på statsobligationsmarknaden är så allvarlig att frågan om ytterligare åtgärder måste ställas.⁴ En sådan åtgärd skulle vara att låta staten överupplåna.⁵ ESV anser dock att en åtgärd som borde föregå överupplåning är att minska upplåningen i andra skuldinstrument än nominella statsobligationer. Med en riktigt låg statsskuld är det troligen inte möjligt eller effektivt att ha för många instrument, skriver ESV. Sett i det ljuset är det inte lämpligt att införa ett nytt instrument såsom en grön statsobligation.

Sammantaget kan en särskild grön statsobligation i dagsläget inte motiveras i termer av kostnad eller risk. Om motivet är något annat – exempelvis att främja marknaden – krävs

² Riksgälden betalar årsvis 14,2 miljoner kronor i återförsäljarprovisioner för alla statsobligationer i kronor. Provisionerna ställs mot de krav återförsäljarna har på sig att bland annat delta i primärmarknaden och kontinuerligt ställa pris i andrahandsmarknaden. I en syndikering finns inte motsvarande krav på bankerna. En tioårig syndikerad obligation på 10 miljarder kronor skulle enligt vad som är standard kosta 17,5 miljoner kronor (standardiserade provisioner enligt EIB:s EARNs-program: 2 år 0,075 %; 3 år 0,100 %; 5 år 0,125 %; 7 år 0,150 %; 10 år 0,175 %; 15 år 0,200 %).

³ Se Statsskuldspolitiska utredningen (SOU 2014:8) för resonemang kring vikten av likvida marknader för statspapper.

⁴ Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017, s. 73

⁵ Enligt förslag som presenteras i Statsskuldspolitiska utredningen (SOU 2014:8)

enligt Riksgäldens bedömning att riksdagen ger regeringen ett särskilt mandat att låna på villkor som inte följer budgetlagens huvudregler eller ändrar lagen.

Under period med stort lånebehov skulle en grön statsobligation kunna övervägas

Även på sikt torde det strukturella lånebehovet vara begränsat eftersom överskottsmålet i det finanspolitiska ramverket innebär att nya utgifter i första hand finansieras med skatter och avgifter, inte en ökad statsskuld. Om lånebehovet ändå under en period blir stort kan Riksgälden överväga gröna statsobligationer som ett komplement till traditionella statsobligationer. Riksgälden skulle då kunna ge ut gröna statsobligationer förutsatt att det bedöms bidra till långsiktig kostnadsminimering eller lägre risk.

Att grönstämpla en traditionell statsobligation förutsätter samma villkor

Utredningen menar att en lösning på likviditetsproblematiken skulle kunna vara att Riksgälden ersätter en traditionell tioårig benchmarkobligation med en motsvarande grön. Då skulle det inte tillkomma någon ny obligation vid en ny löptid som tar resurser från befintliga obligationer, skriver utredningen. Det innebär i praktiken att Riksgälden skulle emittera en ny traditionell statsobligation med en grön stämpel på sedvanligt sätt genom sälj- och bytesauktioner. Detta skulle sedan vara den enda tioåriga statsobligationen.

Riksgälden bedömer att denna lösning endast är möjlig om samma förutsättningar råder som för traditionella statsobligationer:

- Det måste finnas ett tillräckligt stort belopp gröna utgifter i budgeten det år obligationen introduceras för att nå den volym som krävs för att säkerställa likviditeten i obligationen. Det handlar om minst 20 miljarder kronor den närmaste månaden efter introduktionen och ungefär lika mycket ytterligare därefter under det första året.
- Det måste finnas ett tillräckligt stort grönt belopp i budgeten under efterföljande år och till dess obligationen förfaller för att Riksgälden ska kunna
 - emittera i obligationen genom auktioner och byten
 - tillgodose behovet av marknadsvårdande repor i obligationen.
- Det måste finnas tillräckligt många investerare i den gröna utgåvan som är beredda att byta till en ny tioårig benchmarkobligation när en sådan introduceras, även om den nya obligationen inte är grön. En viktig princip för att säkerställa likviditeten i marknaden är att Riksgälden snabbt kan bygga upp volymen i nya obligationer genom byten från tidigare utgivna obligationer. Om det inte går att använda byten blir det svårt och/eller dyrt att få upp en tillräckligt stor volym.

Hur stort utgiftsbelopp som kan klassificeras som grönt i budgeten är svårt att uppskatta. Enligt utredningens förslag ska de svenska gröna statsobligationerna först och främst finansiera utgifter i innevarande års budget och, med begränsning, föregående års budget och, om likvid blir över, framtida budgetar. Att allokeringen av likviden skjuts på framtiden bör undvikas för att inte skapa diskussion kring vad pengarna används till fram till dess att de allokeras, skriver utredningen (s. 403).

När det gäller möjligheten att genomföra byten (tredje punkten ovan) bedömer Riksgälden att risken är stor att vissa av de investerare som köpt den grönstämplade obligationen inte skulle vara villiga att byta till en icke-grön. I ett sådant läge skulle bytet antingen inte kunna genomföras fullt ut eller bli kostsamt för staten.

Sammantaget är Riksgälden tveksam till att de ovanstående förutsättningarna kan uppfyllas. Skulle det vara aktuellt att gå vidare med denna alternativa lösning bör förutsättningarna utredas närmare. Om förutsättningarna inte uppfylls kan den grönstämplade obligationen inte ha samma egenskaper som den traditionella. Den gröna obligationen måste då betraktas som eget skuldinstrument och därmed ett komplement till, snarare än en ersättare för, traditionella statsobligationer. Detta skulle bland annat medföra de likviditetsproblem som beskrivs ovan.

Värt att notera är också att det med alternativet att grönstämpla enstaka statsobligationer inte skapas någon ny statlig grön avkastningskurva som kan tjäna som referens och incitament för andra emittenter. Därmed uteblir en av de marknadsfrämjande effekter som utredningen pekar på.

Statligt engagemang i gröna projekt – alternativa utformningar

I kapitel 8.3 diskuterar utredningen möjligheter för staten att engagera sig i gröna projekt på andra sätt än genom att låta Riksgälden emittera gröna statsobligationer. Utredningen resonerar bland annat kring om staten kan använda gröna obligationer inom ramen för alternativa finansieringslösningar för att underlätta genomförandet av angelägna offentliga investeringar. Främst rör diskussionen så kallade OPS-upplägg. Riksgälden är starkt kritisk till sådana upplägg eftersom de alltid innebär högre finansieringskostnader för staten.⁶

I detta sammanhang vill Riksgälden poängtera att vare sig alternativa finansieringslösningar eller gröna obligationer skapar några nya pengar. De leder inte heller till att någon annan än staten eller brukarna i slutändan betalar för investeringarna. Utgifter som helt eller delvis ska betalas av staten bör behandlas inom den vanliga budgetprocessen och prioriteras mot andra utgifter.

Nej till reducerade krav på kapitaltäckning och resolutionsavgift

Utredningen bedömer att det finns skäl för vidareutredning av möjligheten att reducera krav på kapitaltäckning och resolutionsavgifter för att främja utgivning av gröna obligationer (avsnitt 6.7.2). Riksgälden avråder bestämt från att använda bestämmelser för hantering av risk i det finansiella systemet för att främja vissa tillgångsslag eller investeringar. Kapitalkrav ska återspegla finansiella risker och syftar till att värna den finansiella stabiliteten. Att sänka

⁶ Se till exempel Hans Lindblads anförande om finansiering av infrastruktur (<https://www.riksgalden.se/sv/omriksgalden/Pressrum/Nyheter-och-pessmeddelanden/nyheter/2018/riksgalden-diskuterade-finansiering-av-infrastruktur/>) och en rapport från Storbritanniens National Audit Office (<https://www.nao.org.uk/report/pfi-and-pf2/>).

skyddsvallarna, och därmed försvaga den finansiella stabiliteten, i syfte att subventionera en viss finansieringsform medför ökade risker med potentiellt mycket stora samhällskostnader.

Den svenska lagstiftaren och svenska myndigheter har valt att införa högre krav än de minimikrav som finns i EU:s regelverk eftersom det bedömts nödvändigt för att upprätthålla den finansiella stabiliteten i Sverige. Så länge de risker som ligger till grund för denna bedömning inte minskar skulle en reducering av målnivån för resolutionsreserven, de årliga resolutionsavgifterna eller institutens kapitalkrav riskera att öka både sannolikheten och kostnaderna för en finansiell kris.

I detta ärende har riksgäldsdirektören Hans Lindblad beslutat efter föredragning av Linda Wik, analytiker. I beredningen har även Maria Norström, Johan Bergström, James McConnell, Åsa Andersson, Ann-Christine Hagelin och Heidi Marks medverkat.

Hans Lindblad, beslutande

Linda Wik, föredragande