

2017

RIKTLINJER FÖR STATSSKULDENS FÖRVALTNING 2017

Beslut vid regeringssammanträde
den 10 november 2016



LÅNGSIKTIGHET KOSTNADSMINIMERING FLEXIBILITET



Innehåll

Sammanfattning	2
1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2017.....	4
1.1 Statsskuldsförvaltningens mål.....	4
1.2 Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål.....	4
1.3 Riktlinjeprocessen.....	5
1.4 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar.....	5
1.5 Statsskuldens löptid.....	6
1.6 Kostnad och risk.....	6
1.7 Marknads- och skuldvard.....	7
1.8 Positionstagande.....	7
1.9 Upplåning på privatmarknaden.....	8
1.10 Lån för att tillgodose behovet av statslån.....	8
1.11 Medelsförvaltning m.m.....	9
1.12 Samråd och samverkan.....	9
1.13 Utvärdering.....	9
2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer.....	11
2.1 Statsskulden.....	11
2.2 Lånemarknaderna.....	14
2.3 Den svenska kronan.....	15
2.4 Riksbankens remissyttrande över Riksgäldskontorets förslag.....	16
3 Skälen för regeringens beslut.....	17
3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldsförvaltningen	17
3.2 Styrningen av statsskuldens sammansättning behålls oförändrad	18
3.3 Förlängd löptid i nominell kronskuld.....	20
3.4 Förtydligande om att positioner kan användas för att minska risken samt oförändrat mandat i den svenska kronans valutakurs	21
3.5 Förlängt målperspektiv för privatmarknadsupplåningen men premieobligationsupplåningen bör begränsas tillsvidare.....	23
3.6 Referens till ny lag vad gäller regler för att tillgodose marknadens behov av statspapper.....	24

Sammanfattning

Inriktning för statsskuldspolitik

Riktlinjebeslutet för 2017 innebär att löptiden i den nominella kronskulden förlängs något. Positionsbegreppet förtydligas och mandatet att ta positioner i kronans valutakurs behålls oförändrat. Styrningen av statsskuldens sammansättning behålls också oförändrad. Målet för privatmarknadsupplåningen görs mer långsiktigt än tidigare samtidigt som försäljning av premieobligationer begränsas så länge upplåningen är dyrare än annan upplåning.

Löptiden för de tre skuldslagen ska styras mot

- Valutaskuld: duration 0–1 år
- Real kronskuld: duration 6–9 år
- Nominell kronskuld:
 - Instrument med upp till 12 år till förfall: duration 2,9–3,9 år
 - Instrument med mer än 12 år till förfall: långsiktigt riktvärde för utestående volym 70 miljarder kronor

Statsskuldens sammansättning ska styras mot

- Valutaskuld: Minskning med högst 30 miljarder kronor per år
- Real kronskuld: 20 procent
- Nominell kronskuld ska utgöra resterande andel

Förlängd löptid på statsskulden

Statsskuldens löptid är en av flera faktorer som påverkar skuldens förväntade kostnad och risk. I förslaget till riktlinjer för 2017 har Riksgäldskontoret återigen analyserat betydelsen av statsskuldens löptid. Analysen visar att kostnadsfördelen med att låna kortfristigt är låg, varför löptiden i den nominella kronskulden bör öka. Regeringen delar Riksgäldskontorets uppfattning och beslutar att intervallet för den nominella kronskulden för instrument upp till tolv år ska höjas med 0,3 år från 2,6–3,6 år till 2,9–3,9 år. Genom att förlänga löptiden kommer kostnaden för den nominella kronskulden att variera mindre, vilket innebär att

risken minskar. Förlängningen av löptiden sker liksom innevarande år genom en minskad användning av swappar. Ränteswappar används i dag för att aktivt förkorta löptiden på skulden. Styrningen av löptiden för valutaskulden och den reala kronskulden behålls oförändrade.

Förtydligat positionsbegrepp och oförändrat mandat för positioner i kronans valutakurs

I riktlinjerna förtydligas att positioner även kan användas för att minska risken i statsskulden. Tidigare framgick endast att positioner kan tas för att minska skuldens kostnader. Mandatet för positioner i den svenska kronans valutakurs behålls oförändrat på 7,5 miljarder kronor. I riktlinjeförslaget föreslår Riksgäldskontoret att mandatet höjs till 20 miljarder kronor. Regeringen bedömer dock att ett ökat mandat skulle kunna riskera att komma i konflikt med den förda penningpolitiken, vilket Riksbanken lyfter fram i sitt yttrande över Riksgäldskontorets riktlinjeförslag.

Oförändrad styrning av statsskuldens sammansättning

Riksgäldskontoret har analyserat om det skulle vara bättre att styra den reala kronskuldens storlek i termer av belopp i stället för som andel. Regeringen delar Riksgäldskontorets slutsats att fördelarna med nuvarande styrmodell överväger.

Målperspektivet för privatmarknadsupplåningen görs mer långsiktigt men försäljningen av premieobligationer bör begränsas tillsvidare

Det låga ränteläget gör att upplåningen i premieobligationer för närvarande inte kan bidra till att sänka kostnaden för statsskulden. Regeringens beslut att göra målperspektivet för privatmarknadsupplåningen mer långsiktigt gör det möjligt att behålla upplåningsformen, då den bedöms kunna bli lönsam när räntorna väl stiger. För att begränsa räntekostnadsförlusten fram till dess att upplåningsformen bedöms vara lönsam

igen, bör Riksgäldskontoret överväga att inte ge ut premieobligationer.

Utgångspunkter för riktlinjebeslutet

Utgångspunkten för regeringens riktlinjebeslut är det av riksdagen beslutade målet för statsskuldspolitiken, 5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203). Målet innebär att kostnaden för skulden långsiktigt ska minimeras, samtidigt som risken i förvaltningen ska beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Ansvarsfördelning och process

Ansvar för att målet för statsskuldspolitiken uppfylls delas mellan regeringen och Riksgäldskontoret. I de årliga riktlinjebesluten fastställer regeringen den övergripande risknivån, medan Riksgäldskontoret ansvarar för att upplåning och förvaltning görs inom ramen för riktlinjerna och i enlighet med målet.

Regeringens riktlinjebeslut ska fattas senast den 15 november varje år. Till grund för beslutet ligger bl.a. Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer. I samband med beredningen av Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer ges Riksbanken möjlighet att yttra sig.

Åtterrapporing av måluppfyllelsen lämnas till riksdagen i form av en utvärderingsskrivelse vartannat år. Åren däremellan redovisar regeringen en preliminär utvärdering av statsskuldshörsförvaltningen i budgetpropositionen.

1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2017

Sammanfattning: Riktlinjebeslutet för statsskuldens förvaltning 2017 innebär att löptiden i statsskulden förlängs något. Förlängningen görs genom att löptidsintervallet för instrument i nominell kronskuld med upp till tolv år till förfall höjs till 2,9–3,9 år från 2,6–3,6 år (duration). För instrument med mer än tolv år till förfall behålls det långsiktiga riktvärdet för den utestående volymen på 70 miljarder kronor. För valutaskulden och den reala kronskulden behålls löptidsintervallen 0–1 år respektive 6–9 år (duration).

Styrningen av statsskuldens sammansättning behålls oförändrad. Andelen real kronskuld ska långsiktigt styras mot 20 procent. Valutaskulden ska liksom föregående år minskas med högst 30 miljarder kronor per år, exklusive förändringar i kronans valutakurs. Positionsbegreppet ändras så att det tydligare framgår att positioner även kan användas för att sänka risken i statsskulden. Mandatet för positioner i kronans växelkurs behålls oförändrat på 7,5 miljarder kronor. Privatmarknadsupplåningens mål görs mer långsiktigt än tidigare.

Statsskuldspolitiken har styrts och utvärderats enligt nuvarande process sedan 1998. En mängd analyser och diskussioner har under årens lopp lett fram till den nuvarande styrningen av statsskuldsportföljen.

Nedan redovisas riktlinjerna för 2017–2020, varav besluten för 2018–2020 är att betrakta som preliminära. I de fall beslutet i enskilda riktlinjepunkter skiljer sig från Riksgäldskontorets förslag eller i förhållande till tidigare riktlinjebeslut framgår detta. För att skapa överblick över de regelverk som styr statsskuldsförvaltningen redovisas relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) och förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

1.1 Statsskuldsförvaltningens mål

1. Statens skuld 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. *Budgetlagen (2011:203)*.

1.2 Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen. *Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret*.
3. Riksgäldskontoret får enligt budgetlagen ta upp lån till staten för att:
 1. finansiera löpande underskott i statsbudgeten 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 valutareserv.

1.3 Riktlinjeprocessen

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag. *Budgetlagen.*
6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. *Budgetlagen.*
7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen. *Budgetlagen.*
9. Riksgäldskontoret ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
10. Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvärd.

1.4 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
11. Andelen <i>real kronaskuld</i> ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden. Skuldslagens andelar av statsskulden ska beräknas med nominella belopp till aktuell valutakurs inklusive upplupen inflationskompensation.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska minska. Minskningen ska högst vara 30 miljarder kronor per år. Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
13. Riksgäldskontoret ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

14. Utöver real kronaskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av <i>nominell skuld i kronor</i> .	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
---	---------------------------------------	------------------------------

1.5 Statsskuldens löptid

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
15. Den nominella kronaskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,9 och 3,9 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Löptidsintervallet höjs från 2,6–3,6 år; se avsnitt 3.3.
16. För instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall ska det långsiktiga riktvärdet för utestående volym vara 70 miljarder kronor.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
17. Den reala kronaskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
18. Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
19. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkterna 15, 17 respektive 18.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
20. Löptiden ska mätas som duration.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

1.6 Kostnad och risk

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
21. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
22. Det överordnade kostnads måttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
23. Det överordnade risk måttet ska vara den genomsnittliga emissionsränterisken.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
24. Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

25. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investeringsportfölj och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
26. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
27. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

1.7 Marknads- och skuldvard

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
28. Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
29. Riksgäldskontoret ska besluta om principer för marknads- och skuldvard.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

1.8 Positionstagande

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
<p>30. Riksgäldskontoret får ta positioner i <i>utländsk valuta</i> och <i>kronans valutakurs</i>.</p> <p>Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument.</p> <p>Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.</p> <p>Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk, eller sänka riskerna för statsskulden med beaktande av kostnad och som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.</p> <p>Positioner får bara tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p> <p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</p> <p>Förtydligande att positioner även kan användas för att sänka risken för statsskulden med beaktande av kostnad; se avsnitt 3.4.</p>

<p>en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen.</p> <p>31. Positioner i <i>utländsk valuta</i> begränsas till 300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.</p> <p>Riksgäldskontoret ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen.</p> <p>32. Positioner i <i>kronans valutakurs</i> begränsas till maximalt 7,5 miljarder kronor. När positionerna byggs upp eller avvecklas ska det ske gradvis och annonseras i förväg.</p> <p>Riksgäldskontoret ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen i samband med växlingar mellan kronor och andra valutor. Utrymmet ska vara av begränsad omfattning och positionerna behöver inte annonseras i förväg.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p> <p>RGK föreslår att mandatet i kronans valutakurs höjs till 20 miljarder kronor; se avsnitt 3.4.</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</p> <p>Motsvarar gällande riktlinje</p>
--	---	---

1.9 Upplåning på privatmarknaden

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
<p>33. Riksgäldskontoret ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att långsiktigt minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Målperspektivet har gjorts mer långsiktigt; se avsnitt 3.5.</p>

1.10 Lån för att tillgodose behovet av statslån

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
<p>34. Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån enligt 5 kap. 1 § budgetlagen får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion.</p> <p>Riksgäldskontoret får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</p>

35. Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut.	Överensstämmer med regeringens beslut	Riktlinjen refererar till ny lag eftersom lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut upphävdes den 1 februari 2016; se avsnitt 3.6.
--	---------------------------------------	--

1.11 Medelsförvaltning m.m.

36. Myndigheten ska placera sina medel, i den utsträckning de inte behöver användas till utbetalningar, på konto i Riksbanken, en bank eller ett kreditmarknadsföretag eller i statspapper eller andra skuldförbindelser med låg kreditrisk. Placeringar får ske i utlandet och i utländsk valuta. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
37. Riksgäldskontoret ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
38. Hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*

1.12 Samråd och samverkan

39. Riksgäldskontoret ska samråda med Riksbanken i frågor om de delar av upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
40. Riksgäldskontoret ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
41. Riksgäldskontoret bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån enligt budgetlagen.

1.13 Utvärdering

42. Utvärdering av förvaltningen av statsskulden ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått. Utvärderingen ska ske över femårsperioder.
43. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bl.a. avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvärdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.
44. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.
45. För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.

46. Positioner inom givet positionsmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer

Sammanfattning: Utgångspunkten för regeringens riktlinjebeslut är att statens skuld 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.

Utgångspunkt tas också i statsskuldens storlek och förväntade utveckling. Vid slutet av 2015 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 403 miljarder kronor (34 procent av BNP). Prognoser pekar på att motsvarande skuld vid 2020 års slut kommer att uppgå till mellan 1 193 och 1 330 miljarder kronor (23 respektive 26 procent av BNP). Jämfört med föregående år påverkar inte statsskuldens storlek och förväntade utveckling regeringens syn på utrymmet för risktagande i statsskuldens förvaltning. Fortsatt låga löptidspremier gör dock att avvägningen mellan kostnad och risk justeras på ett sådant sätt att en något längre löptid i den nominella kronaskulden är motiverad.

Styrningen av statsskuldens förvaltning tar sin utgångspunkt i det lagfästa målet för statsskuldspolitiken. I de årliga riktlinjebesluten styr regeringen på en övergripande nivå avvägningen mellan kostnad och risk. Avvägningen görs främst genom val av statsskuldens löptid. Väljs en kortare löptid förväntas den genomsnittliga kostnaden bli lägre samtidigt som risken i förvaltningen stiger (och tvärtom). Detta beror på att avkastningskurvan antas ha en positiv lutning över tiden samtidigt som korta räntor varierar mer. När räntan på en större del av skulden sätts om i varje period ökar således variationen för statsskuldens totala räntekostnader. Starka statsfinanser och en låg statsskuld innebär generellt att utrymmet för risktagande ökar i utbyte mot lägre förväntade kostnader. I undantagsfall kan även den absoluta räntenivån beaktas liksom situationen på lånemarknaderna och den svenska kronans växelkurs.

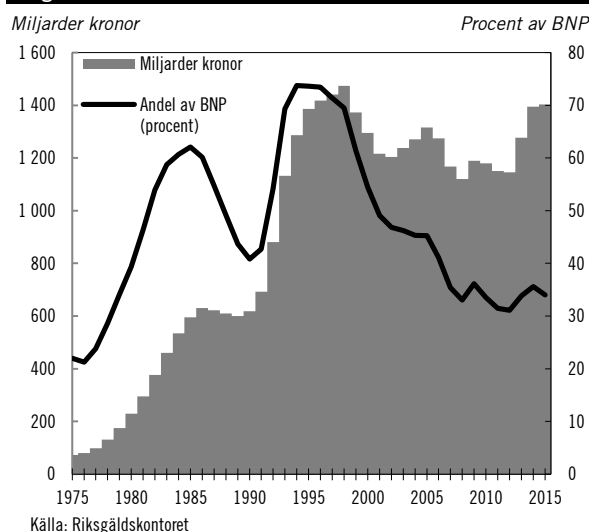
I syfte att sänka kostnaden för statsskulden har Riksgäldskontoret möjlighet att inom givna mandat fatta beslut om avvikelser från riktvärdena. Avvikelserna görs med derivat och definieras som positioner. Positionerna utvärderas separat och får inte tas på den svenska räntemarknaden.

2.1 Statsskulden

Utvecklingen i ett historiskt perspektiv

Statsskulden har uppkommit genom att statens budget historiskt visat större underskott än överskott. Budgetunderskott finansieras av ny upplåning, medan budgetöverskott används för att amortera befintlig skuld. Statsskulden påverkas i hög grad av den ekonomiska utvecklingen och av ekonomisk-politiska beslut. Vissa år påverkar engångsvisa händelser statsskuldens utveckling. Exempel på detta är försäljning av aktier i statligt ägda bolag och vidareutlåning till Riksbanken.

Diagram 2.1 Okonsoliderad statsskuld 1975–2015



I diagram 2.1 redovisas den okonsoliderade statsskuldens utveckling sedan 1975.¹ Som framgår av diagrammet har statsskuden som andel av BNP ökat kraftigt under två perioder sedan 1975. Mellan 1976 och 1985 ökade statsskuden som andel av BNP från 22 till 65 procent och mellan 1990 och 1995 från 43 till 77 procent. Som andel av BNP har statsskuden gradvis minskat sedan mitten av 1990-talet för att utgöra 34 procent vid 2015 års slut. Ökningen av statsskuden under 2009 och 2013 förklaras till stor del av att Riksgäldskontoret lånade upp utländsk valuta för Riksbankens räkning på motsvarande 100 miljarder kronor respektive år. Denna upplåning gjordes efter begäran från Riksbanken i syfte att förstärka valutareserven. Vid 2015 års slut utgjorde vidareupplåningen till Riksbanken 241 miljarder kronor av den okonsoliderade statsskuden. Vidareutlåningen till Riksbanken utgör en fordran för staten och påverkar därför inte styrningen av statsskuden.

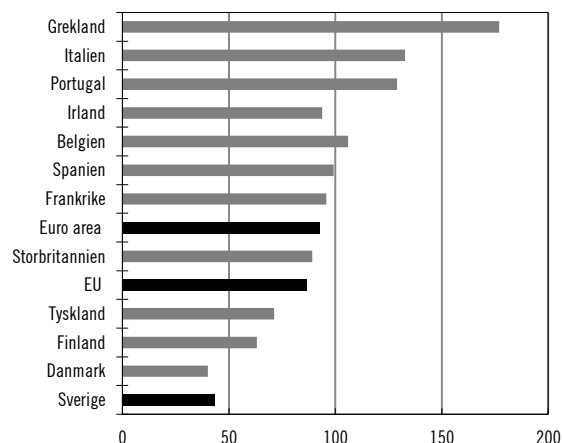
Jämförelse i ett internationellt perspektiv

Vid jämförelser av den offentliga sektorns skuldsättning i olika EU-länder används den s.k. Maastrichtskulden. Skuldmåttet avser hela den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld, vilket för svenska förhållanden innebär att statsskuden och den kommunala sektorns skulder på kapitalmarknaden räknas samman, medan AP-fondernas innehav av statsobligationer dras ifrån. Skälet till att detta bredare skuldmått används i EU-sammanhang är att den offentliga sektorn är organiserad på olika sätt i olika länder. Maastrichtskulden möjliggör på så sätt ökad jämförbarhet länderna emellan.

För Sveriges del uppgick Maastrichtskulden till 43 procent av BNP vid slutet av 2015. Vid samma tillfälle uppgick motsvarande andel för EU som helhet till 87 procent och för euroområdet till 93 procent.

¹ I budgetpropositionen redovisas främst konsoliderad statsskuld. Skillnaden mellan konsoliderad och okonsoliderad statsskuld utgörs av statliga myndigheters innehav av statspapper (51 miljarder kronor vid 2015 års slut).

Diagram 2.2 Maastrichtskuld 2015 som andel av BNP



Källa: EU-kommissionen (2016-05-03)

Statsskuldens framtida utveckling

Statsskuldens utveckling är starkt beroende av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och i våra exportländer. Ekonomisk-politiska beslut har också stor betydelse för statsskuldens utveckling, liksom engångsvisa händelser vissa år. Det ligger därmed i sakens natur att det är svårt att prognosticera statsskuldens utveckling på flera års sikt. Nedan redovisas därför flera prognoser över statsskuldens utveckling. Utöver regeringen gör Ekonomistyrningsverket (ESV), Konjunkturinstitutet (KI) och Riksgäldskontoret prognoser på de offentliga finanserna. Prognoserna har olika syfte. Prognosmetoderna och tidshorizonten skiljer sig också åt.

Regeringens prognoser utgör en viktig del i den politiska processen, eftersom de ligger till grund för riksdagsbeslut om skatter och utgifter. Regeringens prognos är hämtad från budgetpropositionen för 2017 (prop. 2016/17:1).

KI:s prognoser fokuserar på den realekonomiska utvecklingen i nationalräkenskapstermer. I KI:s prognoser beräknas även utvecklingen för den konsoliderade statsskuden.² KI:s prognos är hämtad från publikationen *Konjunkturläget* augusti 2016.

ESV:s prognoser utgör besluts- och diskussionsunderlag för finanspolitiken.

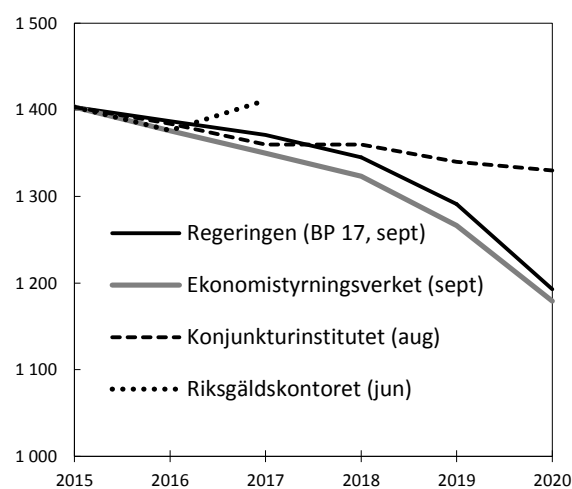
² För att räkna fram den okonsoliderade statsskuden har ESV:s prognos över statliga myndigheters innehav av statspapper använts. Den okonsoliderade statsskuden är ca 50 miljarder kronor högre än den konsoliderade statsskuden.

Prognoserna utgår från fattade beslut och lagförslag samt i vissa fall åtgärder som regering och riksdag aviserat. ESV:s prognos är hämtad från myndighetens publikation *Prognos Statens budget och de offentliga finanserna* september 2016. Både regeringens och ESV:s prognoser bygger på konsekvensberäkningar givet föreslaget eller oförändrat regelverk samt utifrån en viss makroekonomisk utveckling. En skillnad är att regeringen har ett beräkningstekniskt antagande om försäljningsinkomster på 5 miljarder kronor per år under prognosperioden.

Riksgäldskontorets prognoser ligger till grund för myndighetens låneplanering och görs i kassamässiga termer. Genom att redovisa en plan över vilka låneinstrument som ska emitteras innevarande år och det närmast följande året, bidrar detta till att göra statsskuldspolitiken mer förutsägbar för marknadsaktörerna. Riksgäldskontorets prognos är hämtad från publikationen *Statsupplåning Prognos och analys 2016:2* från juni 2016.

Diagram 2.3 Prognoser okonsoliderad statsskuld

Miljarder kronor



Källa: Ekonomistyrningsverket, Konjunkturinstitutet, regeringen, Riksgäldskontoret

I diagram 2.3 redovisas de olika myndigheternas prognoser över den okonsoliderade statsskuldens till och med beräkningsperiodens slut 2020, bortsett från Riksgäldskontoret som har en kortare prognoshorisont. Prognoserna visar ett spann för den okonsoliderade statsskuld i slutet av 2020 på mellan 1 193 och 1 330 miljarder kronor (23 respektive 26 procent av BNP). Detta kan jämföras med att skulden vid 2015 års slut uppgick till 1 403 miljarder kronor eller 34 procent av BNP. Vidareutlåning

till Riksbanken, som vid 2015 års slut uppgick till 241 miljarder kronor, ingår i prognoserna.

Utsikter för svensk ekonomi enligt budgetpropositionen för 2017

Under 2015 växte svensk ekonomi snabbt och även under 2016 förväntas BNP-tillväxten bli stark. I förhållande till jämförbara länder är BNP-tillväxten i Sverige mycket hög och jämfört med genomsnittet i EU mer än dubbelt så hög. Viktiga bidrag utgörs av företagens investeringar och hushållens konsumtion. Resursutnyttjandet bedöms vara i det närmaste balanserat och BNP-tillväxten de kommande åren väntas bli mer normal (se tabell 2.1).

Tabell 2.1. BNP-prognos (budgetpropositionen för 2017)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BNP ¹	3,9	3,2	2,5	2,0	2,3	2,4

¹ Fasta priser, referensår 2015 (kalenderkorrigerad)
Källa: Budgetpropositionen för 2017 (prop. 2016/17:1)

Den offentliga konsumtionen har ökat starkt de senaste åren som en följd av den demografiska utvecklingen, asylmottagandet och satsningar inom vård, skola och omsorg. De offentliga investeringarna väntas också öka starkt, bl.a. till följd av den demografiska utvecklingen och regeringens satsningar på infrastruktur och ett fossilfritt välfärdssamhälle. Investeringstillväxten inom näringslivet väntas stegvis avta 2016 och 2017, efter två starka år. Investeringarnivån är dock fortsatt hög de kommande åren.

Sysselsättningsgraden är högre än före finanskrisen och den högsta i EU. Den starka efterfrågan i ekonomin och regeringens reformer väntas bidra till en fortsatt god tillväxt i sysselsättningen och till att arbetslösheten minskar till 6,3 procent 2017.

Inflationen har varit låg under en längre tid, trots att penningpolitiken varit expansiv. Den underliggande inflationen har dock stigit trendmässigt sedan 2014. Till följd av ett högre resursutnyttjande väntas inflationen fortsätta att stiga 2016 och 2017.

Det råder stor osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen i omvärlden och därmed också om utvecklingen i Sverige. Många av Sveriges viktigaste exportmarknader, i synnerhet euroområdet, bedöms vara känsliga för negativa ekonomiska störningar. Möjligheterna att stabilisera ekonomin, framför allt genom penningpolitiken, är begränsade.

I folkomröstningen den 23 juni 2016 röstade Storbritanniens befolkning för att lämna EU.

Resultatet ledde inledningsvis till kraftiga reaktioner på de finansiella marknaderna, men under sommaren återhämtade sig aktie- och marknaderna i många länder. Resultatet av folkomröstningen bedöms dämpa den ekonomiska tillväxten i Storbritannien, men för Sverige bedöms konsekvenserna som begränsade.

Den ekonomiska utvecklingen i omvärlden kan även bli starkare än vad som antagits i den prognos som presenteras i budgetpropositionen. Exempelvis är tillväxten i Kina och många andra framväxande ekonomier svårbedömd. En starkare utveckling i dessa ekonomier skulle leda till en högre svensk exporttillväxt.

Det finns dock risker även i svensk ekonomi. Sedan mitten av 1990-talet har bostadspriserna och hushållens skulder stigit i en relativt hög takt. Med snabbt stigande bostadspriser ökar risken för att det i framtiden sker en snabb prisnedgång. En sådan utveckling skulle tillsammans med en hög skuldsättning innebära en risk för att hushållens konsumtion dämpas, vilket i sin tur skulle kunna leda till lägre tillväxt och sysselsättning. Under 2016 har dock bostadspriserna ökat i en betydligt långsammare takt än under 2015. Det amorteringskrav som infördes den 1 juni 2016 i syfte att dämpa utvecklingen har sannolikt bidragit till inbromsningen. Regeringen och berörda myndigheter följer utvecklingen noga och är beredda att vidta ytterligare åtgärder om det skulle krävas.

Det finanspolitiska ramverket är grunden för regeringens ekonomiska politik. Ordning och reda ska gälla i de offentliga finanserna. Det bidrar till en god ekonomisk utveckling och till att värna välfärden. Riksdagen har beslutat att nivån på överskottsmålet ska vara 1 procent av BNP över en konjunkturcykel. Kommittén för översyn av överskottsmålet (dir. 2015:63) har uttalat att målet bör sänkas till en tredjedels procent av BNP från och med 2019. Socialdemokraterna och Miljöpartiet samt Vänsterpartiet, Moderaterna, Liberalerna, Centerpartiet och Kristdemokraterna står bakom förslaget. Regeringen avser att återkomma med en bedömning i 2017 års ekonomiska vårproposition och ett förslag till en ändrad nivå i budgetpropositionen för 2018.

Slutsats

Prognoserna över den okonsoliderade statsskuden pekar på att skuden som andel av BNP kommer att vara lägre 2020 än vad den är i dag. Prognoserna är dock förknippade med osäkerhet. Utrymmet för risktagande i statsskulförvaltningen bedöms därmed i stort vara detsamma som tidigare.

2.2 Lånemarknaderna

Avkastningskurvans lutning

Avkastningskurvans lutning påverkar utbytesförhållandet mellan kostnad och risk. När avkastningskurvan har en kraftigt positiv lutning ökar kostnadsbesparingen med att låna på kortare löptider och tvärtom. En kortare upplåning innebär att en ränteuppgång snabbare får genomslag på räntekostnaderna, eftersom skuden omsätts oftare. Detta ökar risken för variationer i räntekostnaderna.

Historiskt har avkastningskurvan i regel haft en positiv lutning, dvs. långa räntor har varit högre än korta räntor. Detta förklaras både av att marknadsaktörerna i genomsnitt förväntar sig att räntorna ska stiga (förväntningshypotesen) och att de vill ha kompensation för att binda pengar om det visar sig att de har fel eller om de vill placera om medlen innan obligationen faller till betalning (löptidspremie).

I årets riktlinjeförslag har Riksgäldskontoret åter analyserat hur statsskuldens löptid påverkar dess kostnad. Analysen bekräftar de slutsatser som redovisades i riktlinjeförslaget för 2016. Analysen visar att löptidspremierna fallit över tiden för att nu vara nära noll. Även om det inte kan uteslutas att premierna stiger under kommande år gör Riksgäldskontoret bedömningen att kostnadsfördelen med kortfristig upplåning minskat jämfört med tidigare (se avsnitt 3.3).

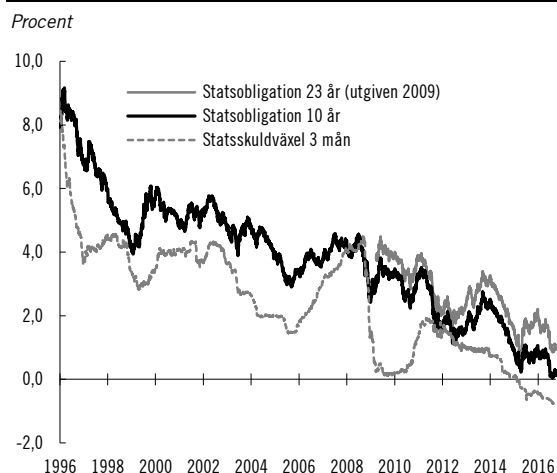
Avkastningskurvans nivå

Avkastningskurvans nivå har normalt inte betydelse för valet av löptid. I betraktande av att upp- och nedgångar av ränteläget på sikt tar ut varandra, reduceras vinsten av att ha en lång skuld när räntorna stiger av att en förlust kan sägas uppkomma när ränteläget sjunker igen. I vissa extraordinära fall har dock räntenivån påverkat löptidsstyrningen. Så skedde t.ex. våren

2009 då Riksgäldskontoret gavs möjlighet att emittera ett 30-årigt obligationslån, bl.a. i syfte att låsa in låga räntor.

De senaste åren har Riksbanken fört en expansiv penningpolitik för att nå det penningpolitiska målet om två procents inflation. Från juli 2014 har reporäntan sänkts från 0,75 procent till -0,50 procent i februari 2016, därefter har reporäntan varit oförändrad. Av penningpolitiska skäl har Riksbanken även köpt statsobligationer, vars volym planeras att uppgå till 245 miljarder kronor i slutet av 2016.

Diagram 2.4 Svensk statsränta

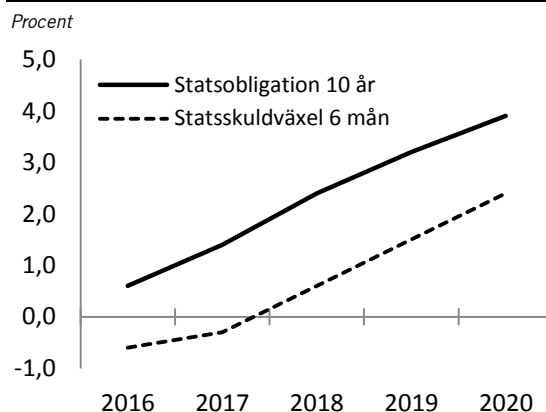


Av diagram 2.4 framgår att såväl korta som långa statsräntor fallit kraftigt sedan 2014. Den korta räntan har följt reporäntans riktning liksom räntan på längre statsobligationer då investerare anpassat sina förväntningar till att reporäntan kommer att vara låg under en längre tid. I slutet av september 2016 var räntan på en tremånaders statsskuldväxel -0,75 procent, för den tioåriga statsobligationen 0,17 procent och för den tjugotreåriga statsobligationen 0,99 procent.

Regeringens prognos för ränteutvecklingen

I budgetpropositionen för 2017 räknar regeringen med gradvis stigande räntor under prognoshorisonten fram till slutet av 2020. Årsgenomsnittet för statsskuldväxlar med sex månaders löptid bedöms stiga från -0,6 procent 2016 till 2,4 procent 2020. Årsgenomsnittet för statsobligationer med tio års löptid bedöms stiga från 0,6 procent till 3,9 procent under samma period, se diagram 2.5.

Diagram 2.5 Regeringens prognos för svenska statsränta årsgenomsnitt 2016–2020



Slutsats

Löptidspremierna har fallit senare år och de förväntas vara låga under en överskådlig tid. Avvägningen mellan den förväntade kostnadsbesparingen av att låna kort i förhållande till den ökade risk det medför har därmed förskjutits något, se avsnitt 3.3.

2.3 Den svenska kronan

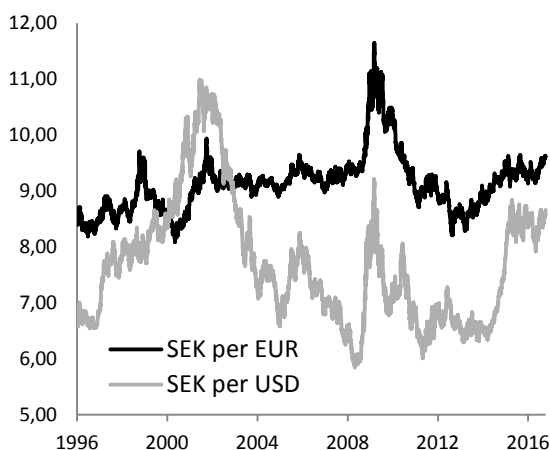
Valutaskuldens storlek uttryckt i kronor påverkas av den svenska kronans värde i förhållande till de valutor som valutaskulden är exponerad mot. I undantagsfall har riktlinjerna för statsskuldens förvaltning påverkats av hur den svenska kronan förväntas utvecklas. Senast detta skedde var i maj 2009 då kronan bedömdes kraftigt undervärderad i samband med finanskrisen. Mandatet för positioner i kronans valutakurs höjdes då från 15 till 50 miljarder kronor.

Den svenska kronans historiska utveckling

För länder med rörlig valutakurs (som Sverige) påverkas valutakursen av efterfrågan på den internationella valutamarknaden. Efterfrågan påverkas i sin tur av en mängd faktorer bl.a. förväntningarna på landets ekonomiska tillväxt, framtida ränteläge och inflation. I perioder med finansiell oro tenderar större valutor som amerikanska dollar och euro att stärkas, medan mindre valutor ofta faller i värde. Under finanskrisen 2008 och 2009 hände just detta, med en svagare svensk krona som följd. I takt med att finansmarknaderna stabiliserades och

konjunktursignalerna blev mer positiva stärktes den svenska kronan. Sedan 2011 har kronan försvagats något i förhållande till euron. Under senare delen av 2014 och under våren 2015 stärktes den amerikanska dollarn betydligt, vilket resulterat i en svagare kronkurs i förhållande till den amerikanska dollarn.

Diagram 2.6 Kronans utveckling fr.o.m. 1996

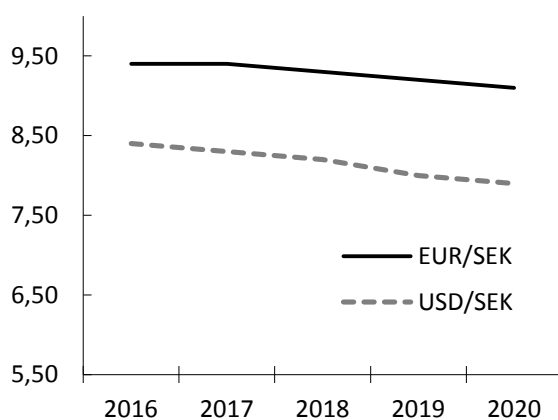


Källa: Macrobond/Riksbanken

Regeringens prognos för kronutvecklingen

I budgetpropositionen för 2017 räknar regeringen med att kronan förstärks något i förhållande till euron och dollarn fram till slutet av prognoshorisonten 2020. Årsgenomsnittet för EUR/SEK beräknas till 9,40 under 2016 och till 9,10 under 2020. Motsvarande förväntas kronan under samma period stärkas från 8,40 till 7,90 gentemot den amerikanska dollarn, se diagram 2.7.

Diagram 2.7 Regeringens prognos för kronan, årsgenomsnitt 2016–2020



Källa: Budgetpropositionen för 2017 (prop. 2016/17:1)

Slutsats

Bedömningar av kronans utveckling påverkar inte årets riktlinjer. Mandatet för positioner i svenska kronor behålls oförändrat eftersom regeringen bedömer att ett utökad mandat skulle kunna riskera att komma i konflikt med den förda penningpolitiken (se avsnitt 2.4 och 3.4).

2.4 Riksbankens remissyttrande över Riksgäldskontorets förslag

Enligt budgetlagen ska regeringen låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning (5 kap. 6 §). Nedan framgår Riksbankens yttrande över Riksgäldskontorets (Riksgäldens) förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2017–2020.

”Enligt de nuvarande riktlinjerna för statsskuldens förvaltning ska Riksgälden amortera ned valutaskulden. Riksgälden har idag mandat att ta valutapositioner för maximalt 7,5 miljarder kronor. I riktlinjeförslaget föreslår Riksgälden nu att det skulle vara mer kostnadseffektivt om ett större utrymme finns att skjuta på amorteringarna av utlandsskulden om kronan bedöms vara undervärderad. Som ett led i detta vill Riksgälden att mandatet för valutapositioner höjs från 7,5 till 20 miljarder kronor.

Riksbankens direktion har kommunicerat att den står beredd att intervensera på valutamarknaden om en alltför snabb förstärkning av kronan riskerar att hota uppgången i inflationen mot målet. Ett utökad mandat för Riksgälden, med möjlighet att ta positioner för en starkare krona, skulle då kunna komma i konflikt med den förda penningpolitiken, och skapa oklarhet och en onödig osäkerhet på de finansiella marknaderna om prisbildningen på den svenska kronan. Riksbanken finner att övriga förslag är förenliga med penningpolitiken.”

3 Skälen för regeringens beslut

3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldförvaltningen

Utgångspunkten för styrningen av statsskuldens förvaltning är det av riksdagen beslutade målet för statsskuldspolitiken; kostnadsminimering med beaktande av risk inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Avvägningen mellan kostnad och risk fastställs i de årliga riktlinjerna och ska enligt dessa främst göras genom valet av skuldens sammansättning och löptid (punkt 21). Av riktlinjerna framgår att det överordnade kostnads- och riskmålet är genomsnittlig emissionsränta (punkterna 22 och 23).

Statsskuldens storlek och förväntade utveckling

Avvägningen mellan kostnad och risk görs med beaktande av statsskuldens storlek och förväntade utveckling. När statsskulden är låg och statsfinanser starka ökar utrymmet för risktagande i utbyte mot lägre förväntade kostnader. I undantagsfall kan även den absoluta räntenivån påverka riktlinjerna, liksom situationen på lånemarknaderna och den svenska kronans växelkurs.

I slutet av 2015 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 403 miljarder kronor, vilket motsvarande 34 procent av BNP. Av den okonsoliderade statsskulden utgjorde 241 miljarder kronor vidareutlåning till Riksbanken. Prognoser från regeringen, ESV och KI pekar på att statsskulden vid 2020 års slut kommer att uppgå till mellan 1 193 och 1 330 miljarder kronor (inklusive vidareutlåningen till Riksbanken). Som andel av BNP motsvarar detta 23 respektive 26 procent. I kombination med de

risker som prognoserna är förknippade med bedöms utrymmet för risktagande i statsskuldförvaltningen vara oförändrat.

Statsskuldens kostnader

Statsskuldens kostnader påverkas i första hand av skuldens storlek och räntenivåerna då skuldinstrumenten emitteras. Även valutakursrörelser påverkar skuldkostnaden, eftersom en del av statsskulden är exponerad mot utländsk valuta. På motsvarande sätt påverkas realskuldens kostnader av hur KPI utvecklas.

Den globala och svenska räntenedgången sedan finanskrisen har gjort att kostnaden för statsskuldens förvaltning successivt minskat. År 2015 uppgick de kostnadsmässiga statsskuldräntorna till 16 miljarder kronor och i budgetpropositionen för 2017 beräknas motsvarande räntekostnader till 12,5 miljarder kronor för 2016. För åren 2017–2020 beräknas räntekostnaderna successivt öka för att uppgå till 33,5 miljarder kronor vid periodens slut. Ökningen beror på förväntningar om högre marknadsräntor.

Risker i statsskuldförvaltningen

Risken i statsskulden definieras på övergripande nivå som dess bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. En lägre statsskuld, som för med sig lägre kostnader, bidrar till en lägre risk, eftersom variationen i kostnaderna (uttryckt i kronor) minskar. En lägre statsskuld i utgångsläget gör det även lättare för staten att i ett krisläge låna upp stora belopp utan att räntorna stiger kraftigt.

Det finns inte något enskilt mått som beskriver den sammantagna risken i

statsskuldförvaltningen. I stället redovisas olika typer av risker, varav de främsta är ränteomsättningsrisk, refinansieringsrisk, finansieringsrisk och motpartsrisk.

Både det övergripande kostnadsmåttet och riskmålet tar sin utgångspunkt i den genomsnittliga emissionsräntan. Med emissionsränta avses den ränta (eller yield) som Riksgäldskontoret lånar till vid emissionsstillfället. Den genomsnittliga emissionsräntan beräknas genom att väga samman alla enskilda emissionsräntor med respektive utestående volym.

Med ränteomsättningsrisk menas risken att räntekostnaderna på skulden snabbt stiger om marknadsräntorna rör sig uppåt. Ju större andel av skulden som består av korta och rörliga lån desto känsligare blir skulden för förändrade marknadsräntor. Kort upplåning är i regel billigare än lång upplåning, vilket gör att en avvägning måste göras mellan förväntad kostnad och risk. De senaste åren har löptidspremierna, dvs. den kompensation som investerarna kräver för att placera i statspapper med längre löptid, minskat. Löptidspremierna förväntas vara låga under en överskådlig framtid varför avvägningen mellan kortare och längre löptid ändrats något. Mot denna bakgrund förlängdes löptiden för den nominella kronskulden med 0,25 år (3 månader) för 2016³. För 2017 förlängs löptiden i den nominella kronskulden med ytterligare 0,3 år av samma skäl. Förlängningen leder till att kostnaden för statsskulden kommer att variera mindre och bedöms kunna göras till en låg kostnad eller ingen kostnad alls.

Refinansieringsrisk avser risken att det visar sig svårt eller kostsamt att ersätta förfallande lån med nya. Refinansieringsrisken framträder i regel samtidigt som behovet av nyupplåning ökar kraftigt (finansieringsrisk). Refinansieringsrisken återspeglar den återstående tiden till förfall, dvs. när skulden behöver finansieras om. I riktlinjerna framgår att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden (punkt 24) samt att myndigheten

ska säkerställa god låneberedskap i utländsk valuta (punkt 25).

Refinansieringsrisken beaktas på flera olika sätt i Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård. Detta görs bl.a. genom att säkerställa infrastruktur, investerarbas och likviditet i lånemarknaden. Merparten av upplåningen görs i statsobligationer som fördelas över flera lån med olika förfallotidpunkter. Upplåningen fördelas löpande i små och regelbundna auktioner. En stor del av upplåningen görs i den tioåriga statsobligationen där investerarbasen är som störst. Sedan 2009 har Riksgäldskontoret även nominell kronupplåning på längre löptider än tolv år, vilket gör att statsskuldens förfall sprids över en längre tidsperiod. Vidare reducerar Riksgäldskontorets upplåning i utländsk valuta refinansierings- och finansieringsrisken genom att kanalen till de internationella kapitalmarknaderna hålls öppen. Den internationella kapitalmarknaden möjliggör upplåning av stora volymer på kort tid.

Riksgäldskontoret ska i sin årliga utvärdering av statsskuldens förvaltning rapportera hur kraven kring refinansieringsrisker uppfyllts. Slutligen bör nämnas att starka och hållbara statsfinanser är de viktigaste faktorerna för att begränsa refinansieringsrisken och finansieringsrisken i statsskulden.

3.2 Styrningen av statsskuldens sammansättning behålls oförändrad

Regeringen ser inte skäl att ändra styrningen av statsskulden sammansättning. Andelen real kronskuld ska långsiktigt styras mot 20 procent och valutaskulden ska amorteras med högst 30 miljarder kronor per år. Statsskuldens resterande andelen (f.n. runt 65 procent) ska utgöras av nominell kronskuld.

Real kronskuld

I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2017 har myndigheten analyserat om det skulle vara bättre att styra andelen real kronskuld med nominella belopp i stället för som andel. Regeringen delar Riksgäldskontorets slutsats att fördelarna med nuvarande styrmodell överväger fördelarna med att styra realskulden mot en

³ Avser instrument i nominell kronskuld med upp till tolv år till förfall. Löptiden för instrument i nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall styrs av ett mål för den utestående volymen. Detta mål påverkas inte av den förlängda löptiden.

absolut nivå i nominella termer. Svårigheterna med att styra andelen real kronskuld är väl kända sedan tidigare. Vid stora förändringar i lånebehovet och statsskuldens storlek krävs betydande ändringar i den utestående volymen reala kronobligationer. Sådana ändringar är svåra att genomföra utan att kostnaderna för upplåningen ökar. Möjligheten att anpassa realskuldens storlek med hjälp av derivatinstrument på samma sätt som för valutaskulden saknas.

I den nuvarande styrmodellen är det tydligt att Riksgäldskontoret alltid siktar på målandelen på lång sikt även om avvikelser från målet periodvis kan vara stor. Transparensen i nuvarande modell upprätthålls genom att skälen för avvikelser från målandelen kommande år redovisas i Riksgäldskontorets riktlinjeförslag och avvikelserna för de historiska utfallen i den årliga utvärderingen av statsskuldens förvaltning. Den alternativa styrmodellen i nominella termer bedöms medföra mindre transparens och flexibilitet. För att skapa en flexibel styrmodell i nominella termer skulle det krävas breda intervall (storleksordningen ± 20 miljarder kronor eller 10 procent av realobligationsstocken), vilket skulle göra styrningen svagare och mindre transparent än i dag. En annan nackdel med en styrmodell i nominella termer för realskulden är att upplåning i nominella statsobligationer skulle kunna trängas ut i situationer då lånebehovet minskar kraftigt (statsskulden minskar). Det skulle i förlängningen kunna leda till högre upplåningskostnad för statsskulden som helhet och större finansieringsrisk, eftersom likviditeten i nominella statsobligationer skulle försämrats.

Andelen real kronskuld har sedan slutet av 2013 varit under 20 procent. Före dess var realskuldens andel högre än målnivån. För den senaste tioårsperioden har andelen realskuld varit i linje med den målsatta andelen 20 procent. I utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015 (skr. 2015/16:104) bedömde regeringen att de historiska avvikelserna från målvärdet var rimliga ur ett kostnadsperspektiv, men att Riksgäldskontoret tydligare än hittills bör redovisa skälen för väntade avvikelser kommande år. Enligt Riksgäldskontorets prognos kommer andelen realskuld att vara något lägre än målvärdet kommande år. Skälet är att en kraftig höjning av

emissionsvolymerna skulle riskera att driva upp realobligationsräntorna på kort sikt och skapa osäkerhet om det framtida utbudet av realobligationer. Riksgäldskontoret menar att detta sannolikt skulle leda till ökade kostnader även på längre sikt. Anpassningen av upplåningen i realobligationer bör göras i små steg för att säkerställa en väl fungerande marknad och därmed låg upplåningskostnad. Om lånebehovet stiger eller faller snabbt hanteras det i första hand med upplåning i utländsk valuta och på penningmarknaden. Eftersom den reala kronskulden är svår att styra beror dess andel i stor utsträckning av hur den totala statsskulden utvecklas. Den upplupna inflationskompensationen har minskat successivt med den lägre inflationstakten, vilket också bidragit till en lägre andel real kronskuld. Som tidigare konstateras kan inte Riksgäldskontoret styra realskulden med hjälp av derivat eftersom denna typ av instrument saknas. De skäl som Riksgäldskontoret anger för att avvika från den långsiktiga målandelen under prognosperioden bedöms av regeringen som rimliga. Riktlinjerna behålls därmed oförändrade (punkt 11).

Valutaskulden

Under perioden 2008–2014 styrdes valutaskulden mot målandelen 15 procent av den totala statsskulden. Efter ett flerårigt analysarbete ändrades styrningen i riktlinjerna för 2015. I riktlinjebeslutet för 2015 fastställdes att valutaexponeringen i statsskulden ska minska med högst 30 miljarder kronor per år⁴. Den planerade minskningstakten uppgår till 20 miljarder kronor. Motivet till den nya inriktningen var att det inte finns tillräckligt stöd för att valutaexponering ger lägre förväntade kostnader för staten. En successivt lägre valutaexponering innebär att sannolikheten för variationer i kostnaderna, och därmed risken, minskar i takt med att valutarisken i skulden avtar. Riktlinjerna för valutaskulden är oförändrad jämfört med tidigare (punkt 12).

⁴ Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans växelkurs exkluderas.

Nominell kronskuld

Den största delen av statsskulden består av nominell kronskuld (ca 65 procent). Andelen styrs inte i riktlinjerna utan är en residual mellan den totala statsskulden och andelarna real kronskuld och valutaskuld. Regeringen ser inga skäl att ändra på denna styrning.

3.3 Förlängd löptid i nominell kronskuld

Nominell kronskuld

Styrningen av den nominella kronskulden delas in i instrument med kortare respektive längre tid än tolv år till förfall.

För instrument som har mer än tolv år kvar till förfall är styrningen oförändrad, vilket innebär att det långsiktiga riktvärdet för utestående volym ska vara 70 miljarder kronor (punkt 16).

För instrument med upp till tolv år till förfall ska löptiden (durationen⁵) vara mellan 2,9 och 3,9 år (punkt 15). Detta innebär att styrintervall förlängs med 0,3 år från 2,6–3,6 år. Skälet till ändringen är att kostnadsfördelen med kortfristig upplåning är fortsatt låg. Förlängningen av löptiden sker liksom innevarande år genom en minskad användning av swappar. Ränteswappar används i dag för att aktivt förkorta löptiden på skulden. I riktlinjebeslutet för 2016 förlängdes mitten av styrintervall med 0,25 år. Intervall breddades samtidigt från 0,5 till 1,0 år. Av föregående års riktlinjebeslut framgick att en förlängning av löptiden bör ske i små steg, eftersom en kraftig förlängning skulle kunna innebära att utbuds- och efterfrågebalansen rubbas på ett sätt som får långa räntor att stiga. Förlängningen ska liksom föregående år ske genom minskad användning av ränteswappar. Genom att förlänga löptiden kommer kostnaden för den nominella kronskulden att variera mindre, vilket innebär att risken minskar. Beslutet att förlänga löptiden ytterligare grundar sig på det analysarbete som

Riksgäldskontoret genomfört avseende löptidspremier och är i enlighet med Riksgäldskontorets förslag.

Avkastningskurvan har historiskt oftast haft en positiv lutning, vilket innebär att långa räntor varit högre än korta räntor. En förklaring till detta är att marknadsaktörerna i genomsnitt förväntar sig att räntorna ska stiga (förväntningshypotesen). En annan förklaring är att marknadsaktörerna vill ha kompensation för att binda pengar om de visar sig ha fel eller om de vill placera i en annan tillgång innan obligationen faller till betalning (löptidspremie). Hur stor del av skillnaden mellan långa och korta räntor som utgörs av förväntningar om högre räntor respektive löptidspremier är svårt att mäta, då de båda komponenterna inte är observerbara var för sig. Genom att uppskatta förväntningarna om framtida räntor och därefter dra ifrån förväntningarna från den faktiska skillnaden i räntorna på olika löptider, kan löptidspremierna uppskattas. Av analysen framgår att löptidspremierna fallit över tiden och att de för närvarande bedöms vara nära noll. Även om det inte kan uteslutas att premierna stiger under kommande år bedöms att skälen för kortsiktig upplåning har försvagats, varför löptiden förlängs. Det finns flera bidragande faktorer till varför löptidspremierna fallit. Till dessa faktorer hör minskad osäkerhet i takt med att inflationsmålet vunnit trovärdighet, expansiv penningpolitik som bl.a. inneburit köp av statsobligationer, ökade krav på matchning av försäkringsbolagens långa åtaganden och ökad andel rörlig ränta för bolånetagare. Framtida krav på bankernas långfristiga finansiering är dock en faktor som kan komma att öka löptidspremierna framöver.

Valutaskulden

Löptidsintervallet för valutaskulden ska vara 0–1 år, vilket är oförändrat jämfört med det nuvarande. Styrningen av valutaskuldens ändrades i riktlinjerna för 2016, då det tidigare punktvärdet (0,125 år) ersattes med ett intervall på 0–1 år. Löptiden i valutaskulden är betydligt kortare än löptiden i de båda andra skuldslagen. Den korta räntebindningstiden bedöms som ändamålsenlig i termer av kostnad och risk. Anledningen är att valutaskulden sprids på flera valutor och att dess andel är lägre än för de övriga skuldslagen. Tillgången till en bred och djup derivatmarknad gör det också praktiskt

⁵ Durationen beräknas som det vägda genomsnittet av tiden fram till varje kassaflöde (kuponger och slutliga betalningar) där vikterna bestäms av respektive kassaflödes marknadsvärde.

möjligt att uppnå en kort räntebindningstid i detta skuldsdrag.

Den reala kronaskulden

Löptidsintervallet för den reala kronaskulden ska vara 6–9 år, vilket är oförändrat jämfört med det nuvarande. Reala obligationer reducerar risken i statsskulden, eftersom den bidrar till ökad diversifiering av skuldportföljen. Genom att ge ut reala obligationer kan Riksgäldskontoret även nå en bredare investerarklass. I situationer då lånebehovet är stort kan reala obligationer avlasta marknaden för nominella obligationer.

3.4 Förtydligande om att positioner kan användas för att minska risken samt oförändrat mandat i den svenska kronans valutakurs

I årets riktlinjebeslut för positionstagning görs ett förtydligande som utvidgar positionsbegreppet (punkt 30). Det nominella mandatet för positioner i den svenska kronans valutakurs behålls oförändrat (punkt 32).

Riksgäldskontoret har tagit positioner sedan 1992. Av riktlinjerna framgår att Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och i kronans växelkurs, men inte i svenska räntor. Positioner tas genom att över- eller undervikta exponeringen mot räntor och valutor som ingår, eller skulle kunna ingå, i statsskulden. Regeringen styr riskexponeringen i positionsverksamheten genom att i riktlinjerna besluta om två olika mandat (punkt 31 och punkt 32).

I utvärderingen av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015 (skr. 2015/16:104) konstaterar regeringen att positionsverksamheten har bidragit till att sänka kostnaderna för statsskulden med 28 miljarder kronor sedan starten. I skrivelsen konstateras också att positionsverksamheten inte tagit större risk än vad som ryms inom de tilldelade mandat. Resultatet av positionsverksamheten redovisas separat men utgör en del av statsskulden.

Förtydligade av positionsbegreppet

Förtydligandet i punkt 30 framgår av den kursiva texten nedan: ”Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka

kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk, eller sänka riskerna med beaktande av kostnad och inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.” Ändringen görs för att det tydligt ska framgå att Riksgäldskontorets positioner, utöver att sänka kostnaden på statsskulden, även kan användas för att sänka statsskuldens risker. Positionsverksamheten har sedan den inrättades helt varit inriktad på att sänka statsskuldens kostnad. På senare år har dock positioner även använts för att aktivt sänka statsskuldens kostnadsvariation, dvs. risken. Regeringen anser att det kan vara ändamålsenligt att aktivt använda positionsverksamheten för att sänka risken i statsskulden.

Oförändrat mandat i den svenska kronans valutakurs

Mandatet för positioner i den svenska kronans valutakurs behålls oförändrat på 7,5 miljarder kronor. I riktlinjeförslaget föreslår Riksgäldskontoret att mandatet höjs till 20 miljarder kronor. Det nuvarande mandatet gör det möjligt att tillfälligt upphöra med valutaamorteringen under en tidsperiod på fyra och en halv månad om Riksgäldskontoret anser att kronans växelkurs motiverar detta. Riksgäldskontorets förslag om att höja amorteringsmandatet till 20 miljarder kronor skulle möjliggöra ett tillfälligt amorteringsstopp i upp till ett år utifrån nuvarande amorteringstakt.

Målet för statsskuldspolitiken, som är fastställt i budgetlagen, anger att kostnaden för statsskulden långsiktigt ska minimeras, samtidigt som risken i förvaltningen ska beaktas. Av målformuleringen framgår också att förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Skälet till att Riksgäldskontorets förslag avvisas är att regeringen bedömer att ett utökat mandat skulle kunna riskera att komma i konflikt med den förda penningpolitiken. Av Riksbankens yttrande över Riksgäldskontorets riktlinjeförslag framgår att Riksbankens direktion kommunicerat att den står beredd att intervensera på valutamarknaden, om en alltför snabb förstärkning av kronan riskerar att hota uppgången i inflationen mot målet. I yttrandet skriver Riksbanken att ett utökat mandat för Riksgäldskontoret, med möjlighet att ta positioner för en starkare krona, skulle kunna komma i konflikt med den förda penningpolitiken, och skapa oklarhet och en

onödig osäkerhet på de finansiella marknaderna om prisbildningen på den svenska kronan (se avsnitt 2.4).

Valutaskulden styrs sedan 2015 så att valutaexponeringen gradvis ska minska de närmaste åren. I riktlinjerna (punkt 12) framgår att den årliga minskningstakten begränsas av ett tak på 30 miljarder kronor. Av motivtexten till beslutet framgår att minskningen planeras uppgå till 20 miljarder kronor per år. Beslutet i riktlinjerna 2015 om att minska valutaskulden togs efter ett flerårigt analysarbete. Analysarbetet resulterade i slutsatsen att det inte finns tillräckligt stöd för att valutaexponering ger lägre förväntade kostnader. Samtidigt konstaterades att valutarisken kan minskas utan att den förväntade kostnaden ökar.

Analys om positionsverksamheten i framtiden kan väntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet

I skrivelsen med utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015 konstateras att det kvantitativa målet om att positionsverksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden inte har uppnåtts under den senaste femårsperioden. Positionsverksamheten visade sammantaget ett underskott på 42 miljoner kronor under femårsperioden.

Mot bakgrund av positionsverksamhetens svaga resultat åren 2011–2015 gav regeringen Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera om positionsverksamheten i framtiden kan väntas bidra till att sänka kostnader och risker för statsskulden som helhet. Uppdraget redovisas i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2017 (dnr Fi2016/03458/FPM) samt i en särskild rapport (dnr Fi2016/01559/FPM). Av Riksgäldskontorets analys framgår att myndigheten har bättre förutsättningar än många andra marknadsaktörer att agera långsiktigt och uthålligt. Det innebär att Riksgäldskontoret kan ta positioner i situationer som andra marknadsaktörer också identifierar, men som få har möjlighet att utnyttja. Riksgäldskontorets slutsats är att förutsättningarna är goda för att positionsverksamheten även i framtiden ska kunna bidra till att sänka kostnader och risker för statsskulden. Regeringen delar denna uppfattning.

Positionsverksamheten bidrar till att Riksgäldskontorets aktivitet på de finansiella marknaderna ökar. Det ökade marknadsfokus som positionsverksamheten medför stärker Riksgäldskontorets analysförmåga och omvärldsbevakning, liksom den operationella förmågan att exempelvis hantera komplicerade derivattransaktioner. Den ökade operationella kompetens som positionsverksamheten medför ger också bättre beredskap att hantera besvärliga marknadssituationer och oförutsedda händelser. En högre marknads närvaro leder också till att Riksgäldskontoret kan få bättre priser för transaktioner i den övriga upplåningsverksamheten. Vikten av det senare kommer att öka när Riksgäldskontoret tar över de statliga myndigheternas valutaväxlingar från våren 2017.⁶

I uppdraget till Riksgäldskontoret om att analysera positionsverksamhetens framtida möjlighet att bidra till sänka kostnader och risker för statsskulden som helhet ingick även att beskriva eventuella förändringar i den interna löpande positionsverksamheten som syftar till förbättrade resultat. I utvärderingsskrivelsen framgick att den interna löpande positionsverksamheten visade ett sammanlagt negativt resultat på 367 miljoner kronor för de senaste fem åren, samtidigt som den externa löpande förvaltningen visade ett sammanlagt positivt resultat på 74 miljoner kronor under samma period. En stor del av resultatskillnaden uppstod under hösten 2014 då alla positioner stängdes och förluster realiserades. Skälet till stängningen var att ramverket för den interna verksamheten behövde förtydligas och utvecklas.

Den 1 januari 2015 infördes ett nytt ramverk för den interna förvaltningen som bl.a. innebar utökad intern rapportering och inrättandet av ett placeringsråd. Rådet är ett forum där ansvariga förvaltare redovisar hur Riksgäldskontorets makroekonomiska analys omsätts i positioner och hur relationen mellan risk och förväntad avkastning ser ut för dessa positioner. Det nya ramverket innebar också att risknivån sänktes. Den fiktiva portföljstorleken reducerades från

⁶ För närvarande utförs valutaväxlingar för statliga myndigheter av de banker med vilka Riksgäldskontoret har ramavtal avseende betalningstjänster. Den nya ordningen gäller från och med den 1 april 2017.

164 till 64 miljarder kronor och det dagliga VaR-mandatet från 180 till 70 miljoner kronor. Det motsvarar en sänkning från 2,9 till 1,1 miljarder kronor mätt som årligt VaR. Dessutom infördes en förlustbegränsnings-mekanism som gradvis sänker riskmandatet om det uppstår förluster på mer än 125 miljoner kronor. Om förlusterna ökar trots det minskade riskmandatet, sänks mandatet ytterligare för att till slut helt förhindra risktagande. Mekanismen fungerar så att den största möjliga förlusten över en rullande tolv månadersperiod är 250 miljoner kronor.

Sommaren 2016 beslutade Riksgäldskontoret att ta bort förlustbegränsningsmekanismen för den interna löpande förvaltningen. Skälet var att det i praktiken visat sig svårt att förena den nya förlustbegränsningsmekanismen med förmågan att agera långsiktigt. För att inte riskerna skulle öka beslutades samtidigt att minska verksamhetens omfattning genom att reducera riskmandatet. Riksgäldskontorets beslut innebär att den interna positionsverksamheten fortsättningsvis ska bedrivas med betydligt lägre risk än tidigare. Samtidigt förbättras förutsättningarna att åter uppnå vinst. Reduceringen av riskmandatet innebär att Riksgäldskontorets interna löpande förvaltning blir en mindre del av den samlade löpande förvaltningen, eftersom den externa förvaltningen sammantaget har ett oförändrat mandat. Detta leder till att riskspridningen inom den löpande förvaltningen blir bättre. Användningen av externa förvaltare går tillbaka till 1992 och syftar till ett ge ett bättre underlag för den interna positionstagningen samtidigt som de externa förvaltarens resultat utgör en naturlig benchmark för utvärdering. Sammantaget bör förändringarna inom den löpande positionsverksamheten leda till bättre förutsättningar för att positionsverksamheten även i framtiden ska kunna bidra till att sänka kostnader och risker för statsskulden.

3.5 Förlängt målperspektiv för privatmarknadsupplåningen men premieobligationsupplåningen bör begränsas tillsvidare

Regeringens beslut att förlänga målperspektivet för privatmarknadsupplåningen (punkt 33) gör det möjligt att behålla premieobligations-

upplåningen i väntan på att upplåningsformen kan bidra till det statsskuldspolitiska målet igen. Under tiden fram till dess bör den utestående stocken av premieobligationer begränsas för att hålla nere räntekostnadsförlusten.

I utvärderingsskrivelsen för 2011–2015 konstaterades att privatmarknadsupplåningen för hela perioden bidragit med att minska kostnaden för statsskulden med 433 miljoner kronor. Av kostnadsbesparingen stod premieobligationer för 441 miljoner kronor och Riksgäldsspar för -8 miljoner kronor. Tillsammans har de båda upplåningsformerna således uppnått det kvantitativa målet att kostnaden för privatmarknadsupplåningen ska vara lägre än motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. I utvärderingen konstaterades dock att de premieobligationslån som togs upp under 2015 ökade kostnaden för statsskulden med 45 miljoner kronor. Vidare konstaterades att det låga ränteläget gör att premieobligationsupplåningen tidigast kan generera kostnadsbesparingar 2018 (baserat på Riksbankens reporänteprognos). Mot denna bakgrund gav regeringen Riksgäldskontoret i uppdrag att analysera om premieobligationsupplåningen i framtiden bedöms kunna bidra till det statsskuldspolitiska målet.

Uppdraget redovisas i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2017 samt i en särskild rapport (dnr Fi2016/01559/FPM). Av uppdragsredovisningen framgår att det inte kommer att vara möjligt att emittera premieobligationer med lägre ränta än motsvarande upplåning på institutionsmarknaden så länge statsobligationsräntorna är negativa eller mycket låga. När räntorna väl stiger bedöms premieobligationer bli lönsamma igen. För närvarande är räntan på en femårig statsobligation -0,5 procent. Om ränteuppgången blir snar och snabb och under förutsättning att det går att emittera större premieobligationslån än i dag blir förlusterna begränsade. Består däremot den negativa räntan under lång tid kan förlusterna sträcka sig flera år framåt i tiden.

Det förlängda målperspektivet motiveras av att besparingarna sannolikt ligger betydligt längre fram i tiden än de fem år som normalt används vid utvärderingen av statsskuldens förvaltning. För att begränsa räntekostnadsförlusten fram till dess att upplåningsformen bedöms vara lönsam igen, bör Riksgäldskontoret överväga att inte ge ut premieobligationer. Skälet

är att de besparingar som premieobligationer kan bidra med på längre sikt är osäkra och bygger på att det går att emittera större premieobligationslån än i dag. Det är även ovisst när i tiden räntenivån blir tillräckligt hög för att göra upplåningsformen lönsam.

3.6 Referens till ny lag vad gäller regler för att tillgodose marknadens behov av statspapper

Riksgäldskontoret har sedan hösten 2008 rätt att låna för att tillgodose behovet av statspapper om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion. Regeln, som har sin bakgrund i den kraftiga efterfrågan som följde efter Lehman Brothers konkurs i september 2008, infördes för att möta den stora efterfrågan på statspapper för att därigenom minska den finansiella oron.

Enligt punkt 35 i nuvarande riktlinjer bör placering av medel som tagits upp genom sådana lån vägledas av principer som anges i lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut. Det innebär bl.a. att placeringarna bör göras så att en otillbörlig snedvridning av konkurrensen förhindras, att statens insatser i möjligaste mån kan återfås samt att staten får ersättning för sitt risktagande.

Den 1 februari 2016 upphörde lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut. Principerna återfinns numera i lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut. Förändringen innebär att riktlinjerna refererar till den nya lagen.

