

# 2015

# RIKTLINJER FÖR STATSSKULDENS FÖRVALTNING 2015

Beslut vid regeringssammanträde  
den 13 november 2014



## Innehållsförteckning

Sammanfattning .....	2
1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2015.....	4
1.1 Statsskuldens förvaltningens 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 statsskuldens förvaltning .....	17
3.2 Minskad valutaexponering.....	18
3.3 Nya beräkningsprinciper för löptid och andelar .....	20
3.4 Förtydligande om utvärderingsperiod .....	22
3.5 Ny riktlinje om låneberedskap.....	22

# Sammanfattning

## *Inriktning för statsskuldspolitiken*

Den faktiska löptiden i statsskulden behålls oförändrad. Inriktningen för valutaskulden ändras så att valutaexponeringen i statsskulden gradvis minskar de närmaste åren. Den årliga minskningstakten planeras till 20 miljarder kronor och begränsas av ett tak på 30 miljarder. Den hittillsvarande styrningen av valutaskuldens andel av statsskulden tas därmed bort.

Nya principer för att beräkna statsskuldens löptid och andelar införs. Duration ersätter löptidsmättet genomsnittlig räntebindningstid. Statsskulden mätt med nominellt belopp ersätter mättet statsskuldens summerade kassaflöden för beräkning av statsskuldens andelar. De nya beräkningsprinciperna ökar transparensen och förenklar redovisningen.

En konsekvens av de ändrade beräkningsprinciperna är att riktvärdena för löptiden och realandelen ändras. I praktiken är dock riktlinjerna för löptiden och för realandelen oförändrade.

## *Statsskuldens sammansättning ska styras mot*

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

## *Löptiden för de tre skuldslagen ska styras mot*

- Valutaskuld: duration 0,125 år
- Real kronskuld: duration 6–9 år
- Nominell kronskuld:
  - Instrument med upp till 12 år till förfall: duration 2,3–2,8 år
  - Instrument med mer än 12 år till förfall: långsiktigt riktvärde för utestående volym 70 miljarder kronor

## *Minskad valutaexponering*

Styrningen av valutaexponeringen från en andel på 15 procent av statsskulden ändras till en gradvis minskning de närmaste åren. Den årliga minskningstakten planeras till 20 miljarder kronor och begränsas av ett tak på 30 miljarder kronor. I beräkningen av minskningstakten ska förändringar i kronans valutakurs exkluderas.

Den gradvisa minskningen av valutaexponeringen motiveras av att det inte finns tillräckligt stöd för att valutaexponering ger lägre förväntade kostnader för staten. Samtidigt skapar exponering mot andra valutor valutarisk. Genom att valutaexponeringen minskar reduceras således riskerna utan att de förväntade kostnaderna ökar.

Minskningstakten bedöms varken påverka kronans växelkurs eller Riksgäldskontorets tillgång till de internationella kapitalmarknaderna. Valutalån är det låneinstrument där staten har störst möjlighet att låna stora belopp på kort tid. För att tydliggöra att Riksgäldskontoret ska se till att denna låneberedskap finns kvar kompletteras riktlinjerna med en punkt kring detta.

Beslutet om den nya styrningen för valutaskulden överensstämmer med Riksgäldskontorets förslag.

## *Nya beräkningsprinciper för löptid och andelar*

En attraktiv statspappersmarknad förutsätter att statsskuldspolitiken är förutsägbar och transparent. Bytet av beräkningsprinciper för löptid och andelar syftar till att ytterligare förbättra statsskuldens förvaltning i dessa avseenden.

En konsekvens av att löptidsmättet byts till duration (från genomsnittlig räntebindningstid) är att löptidsintervallet för den nominella kronskulden med instrument upp till 12 år till förfall sänks till 2,3–2,8 år (från 2,7–3,2 år) och att löptidsintervallet för den reala kronskulden sänks till 6–9 år (från 7–10 år). På motsvarande sätt sänks riktvärdet för andelen real kronskuld

till 20 procent (från 25 procent). I praktiken är riktlinjerna för löptiden och för andelen real kronskuld oförändrade då det endast är måtten som ändrats.

#### *Utgångspunkter för riktlinjebeslutet*

Riktlinjebeslutet tar sin utgångspunkt i det lagfästa målet 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 2013 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 277 miljarder kronor (34 procent av BNP). Prognoser från regeringen, Ekonomistyrningsverket och Konjunkturinstitutet pekar på att motsvarande skuld vid 2018 års slut kommer att uppgå till mellan 1 310 och 1 438 miljarder kronor (28 respektive 31 procent av BNP).

Maastrichtskulden uppgick för Sveriges del till 41 procent av BNP vid slutet av 2013. För EU som helhet uppgick vid samma tillfälle motsvarande andel till 87 procent och för euroområdet 93 procent.

#### *Statsskuldens kostnader*

Statsskuldens kostnader påverkas i första hand av skuldens storlek och räntenivåerna då skuldinstrumenten ges ut. En del av statsskulden är exponerad mot utländsk valuta, varför valutakursrörelser också påverkar kostnaderna. För realskulden påverkas kostnaderna på motsvarande sätt av hur KPI utvecklas.

Efter finanskrisen 2008 och 2009 har marknadsräntorna fallit kraftigt. Detta tillsammans med starka svenska statsfinanser har gjort att statens upplåningskostnader sjunkit till rekordlåga nivåer de senaste åren. För 2013 uppgick räntekostnaderna på statsskulden till 16 miljarder kronor. I budgetpropositionen för 2015 beräknas räntekostnaderna uppgå till 17 miljarder kronor för 2014. Enligt beräkningarna i budgetpropositionen kommer räntekostnaderna att successivt öka åren 2015–2018 för att uppgå till 32 miljarder kronor vid periodens slut. Ökningen beror i första hand på högre förväntade marknadsräntor.

#### *Risker i statsskuldförvaltningen*

Risken i statsskuldförvaltningen definieras på övergripande nivå som dess bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskuldens storlek. En lägre statsskuld, som för med sig lägre kostnader, bidrar till en lägre risk eftersom variationen i kostnaderna minskar (både uttryckt i kronor och i förhållande till statsfinanserna i övrigt). 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. Regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård begränsar riskerna i statsskuldförvaltningen på flera olika sätt. Starka och hållbara statsfinanser utgör dock den bästa försäkringen mot både refinansierings- och finansieringsrisker.

#### *Processen för statsskuldspolitiken*

Målet för statsskuldspolitiken är beslutat av riksdagen. I årliga riktlinjebeslut beslutar regeringen om den övergripande styrningen och därigenom om avvägningen mellan förväntad kostnad och risk i statsskulden. Riksgäldskontoret ansvarar för att upplåning och förvaltning görs i enlighet med målet och inom ramen för de riktlinjer som regeringen beslutat.

Regeringen ska enligt budgetlagen fatta beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning senast den 15 november varje år.

Riksgäldskontoret ska senast den 1 oktober varje år lämna förslag till riktlinjer. Riksbanken ska ges möjlighet att yttra sig över Riksgäldskontorets förslag.

Regeringens återrapporering till riksdagen görs i en utvärderingsskrivelse vartannat år. Åren däremellan redovisar regeringen sin preliminära syn på statsskuldförvaltningen i budgetpropositionen.

# 1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2015

**Sammanfattning:** Riktlinjebeslutet för statsskuldens förvaltning 2015 innebär att den faktiska löptiden i statsskulden behålls oförändrad. Styrningen av valutaskulden ändras från att utgöra en fast andel på 15 procent av statsskulden till att gradvis minska de närmaste åren. Minskningstakten i valutaexponeringen ska vara högst 30 miljarder kronor per år. Minskningstakten ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.

Principerna för att beräkna statsskuldens löptid och andelar ändras. Löptidsmålet duration ersätter genomsnittlig räntebindningstid och måttet för att beräkna statsskuldens andelar byts ut till nominellt belopp från måttet statsskuldens summerade kassaflöden. De nya beräkningsprinciperna gör att löptidsintervallen för den nominella kronskulden med instrument upp till 12 år till förfall sänkts till 2,3–2,8 år (från 2,7–3,2 år) och för den reala kronskulden till 6–9 år (från 7–10 år). Riktvärdet för andelen real kronskuld sänks av samma skäl till 20 procent (från 25 procent). I praktiken är dock riktlinjerna för löptiden och för andelen real kronskuld oförändrade.

I riktlinjerna görs ett tillägg för att förtydliga att utvärderingen av statsskuldens förvaltning ska ske över femårsperioder. Ett förtydligande görs också om att upplåningen ska bedrivas så att Riksgäldskontoret upprätthåller en god låneberedskap.

Den process enligt vilken statsskuldspolitiken genomförs och utvärderas har tillämpats sedan 1998. Sedan dess har en mängd beslut tagits vilka lett fram till dagens styrning och statsskuldens nuvarande sammansättning. Bakom besluten ligger en mängd analyser och diskussioner.

Nedan redovisas riktlinjerna för 2015–2018, varav besluten för 2016–2018 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 statsskuldens förvaltning redovisas relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) och förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

## 1.1 Statsskuldens förvaltningens 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 avvikelsetintervall för de av regeringen beslutade löptidsriktvärdena för de enskilda skudslagen, utnyttjandet av positionsmandatet, valutafördelningen i valutariktmärket samt principer för marknads- och skuldvard.

### 1.4 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
11. Andelen <i>real kronskuld</i> ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden.  Skudslagens andelar av statsskulden ska beräknas med nominella belopp till aktuell valutakurs inklusive upplupen inflationskompensation.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ändrad andel på grund av nytt styrmått; se avsnitt 3.3
12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska minska. Minskningen ska högst vara 30 miljarder kronor per år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ett maximalt minskningsbelopp för valutaexponeringen ersätter den tidigare

Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.		andelsstyrningen; se avsnitt 3.2
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 2,3 och 2,8 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ändrad löptid på grund av nytt styrmått; 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	Ändrad löptid på grund av nytt styrmått; se avsnitt 3.3
18. Valutaskuldens löptid ska vara 0,125 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	Nytt löptidsmått; se avsnitt 3.3

## 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 kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

23. Det överordnade riskmålet ska vara den genomsnittliga emissionsränderisken.	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 investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ny riktlinje; se avsnitt 3.5
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 och som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.</p> <p>Positioner får bara tas på marknader som</p>	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje



<p>medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är 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. <i>Positioner</i> i kronans valutakurs 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>Överensstämmer med regeringens beslut</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 minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</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 (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
--	---------------------------------------	------------------------------

### 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

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
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.	Överensstämmer med regeringens beslut	Förtydligande om att utvärderingen ska ske över femårsperioder; se avsnitt 3.4

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 2013 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 277 miljarder kronor (34 procent av BNP). Prognoser pekar på att motsvarande skuld vid 2018 års slut kommer att uppgå till mellan 1 310 och 1 438 miljarder kronor (28 respektive 31 procent av BNP).

Styrningen av statsskuld förvaltningen tar sin utgångspunkt i det lagfästa målet för statsskuldspolitiken. Via de årliga riktlinjebesluten för statsskuld förvaltningen styr regeringen på en övergripande nivå avvägningen mellan kostnad och risk.

Generellt innebär starka statsfinanser och en låg statsskuld att utrymmet för risktagande ökar i utbyte mot lägre förväntade kostnader. Avvägningen mellan kostnad och risk 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.

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.

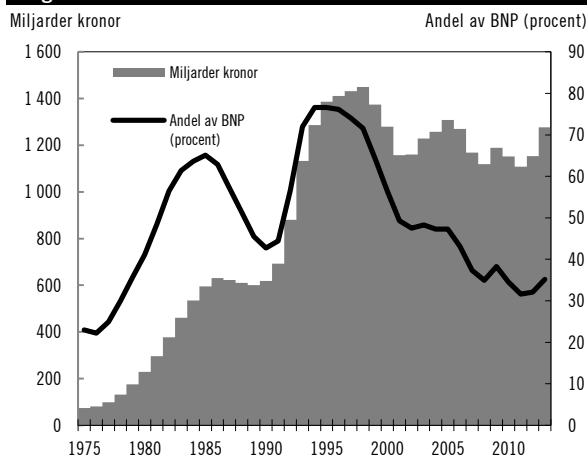
### 2.1 Statsskulden

#### *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, som försäljning av aktier i statligt ägda bolag och vidareutlåning till Riksbanken, också statsskuldens utveckling.

Nedan redovisas okonsoliderad statsskuld. I budgetpropositionen redovisas främst konsoliderad statsskuld. Skillnaden utgörs av statliga myndigheters innehav av statspapper (41 miljarder kronor vid 2013 års slut).

**Diagram 1. Okonsoliderad statsskuld 1975–2013**



Källa: Riksgäldskontoret

Statsskulden har som andel av BNP ökat kraftigt under två perioder. Mellan 1976 och 1985 ökade statsskulden som andel av BNP från 22 till 65 procent och mellan 1990 och 1995 från 43 till 77 procent. Sedan 1995 har statsskulden som andel av BNP gradvis minskat till 34 procent vid 2013 års slut.<sup>1</sup> Vid slutet av 2013 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 277 miljarder kronor.

Åren 2009 och 2013 lånade Riksgäldskontoret efter begäran från Riksbanken upp utländsk valuta i syfte att förstärka valutareserven vilket ökade statsskulden med runt 100 miljarder kronor respektive år. Vid 2013 års slut uppgick vidareutlåningen för Riksbankens räkning till 193 miljarder kronor (motsvarande ungefär fem procent av BNP). Vidareutlåningen påverkar inte styrningen av statsskulden, eftersom den utgör en fordran för staten.

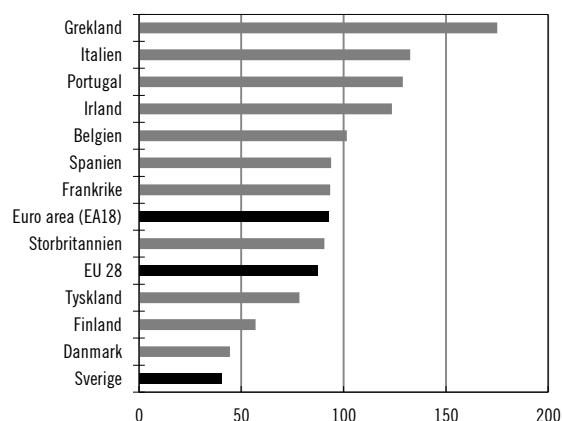
Från och med 2012 tillämpar Riksgäldskontoret ett nytt sätt att mäta statsskulden. Ändringen innebär att den okonsoliderade statsskulden från och med detta år generellt är något högre. Vid 2012 års början var denna skillnad 50 miljarder kronor.

#### *Jämförelse i ett internationellt perspektiv*

EU-ländernas skuldsättning jämförs i regel utifrån den s.k. Maastrichtskulden, ett skuldmått som avser hela den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld. Den offentliga sektorn är organiserad på olika sätt i olika länder varför detta bredare skuldmått ökar jämförbarheten länder emellan. För svenska förhållanden innebär definitionen att statsskulden och den kommunala sektorns skulder på kapitalmarknaden räknas samman samtidigt som AP-fondernas innehav av statsobligationer dras ifrån.

För Sveriges del uppgick Maastrichtskulden till 41 procent av BNP vid slutet av 2013. Vid samma tillfälle uppgick motsvarande andel för EU som helhet till 87 procent och för euroområdet till 93 procent.

**Diagram 2. Maastrichtskuld 2013 som andel av BNP**



Källa: Eurostat 64/2014, 23 april 2014

#### *Statsskuldens framtida utveckling*

Statsskuldens framtida utveckling är starkt beroende av den ekonomiska utvecklingen i landet och i omvärlden liksom av ekonomisk-politiska beslut. 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 2015 (prop. 2014/15:1).

KI:s prognoser fokuserar på den realekonomiska utvecklingen i nationalräkenskapstermer. KI redovisar även prognoser för den konsoliderade statsskulden. För att räkna fram den okonsoliderade statsskulden har ESV:s prognos över statliga myndigheters innehav av statspapper använts. KI:s prognos är hämtad från publikationen *Konjunkturläget* augusti 2014.

ESV:s prognoser utgör besluts- och diskussionsunderlag för finanspolitiken. 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 2014. Både regeringens och ESV:s prognoser bygger på konsekvensberäkningar givet

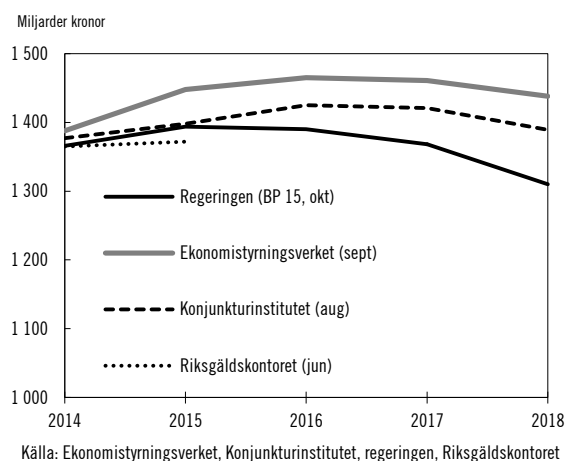
<sup>1</sup> I samband med införandet av ENS 2010 höjdes BNP med 135 miljarder kronor för 2013. Detta har medfört att skuldkvoten vid 2013 års slut minskat från 35 till 34 procent.

föreslaget eller oförändrat regelverk samt utifrån en viss makroekonomisk utveckling. En skillnad är att regeringen schablonmässigt antar försäljningsinkomster på 15 miljarder kronor per år.

Riksgäldskontorets prognoser görs i kassamässiga termer och ligger till grund för myndighetens låneplanering. Då prognoserna även innehåller en plan om vilka låneinstrument som ska användas bidrar detta till ökad transparens gentemot marknadsaktörerna. Riksgäldskontorets prognos är hämtad från publikationen *Statsupplåning Prognos och analys 2014:2* från juni 2014.

I diagram 3 redovisas de olika myndigheternas prognoser över den okonsoliderade statsskuldens till och med budgetperiodens slut 2018.

**Diagram 3. Prognoser över den okonsoliderade statsskuden**



Prognoserna visar ett spann för den okonsoliderade statsskuden i slutet av 2018 på mellan 1 310 och 1 438 miljarder kronor (28 respektive 31 procent av BNP). Detta kan jämföras med att skulden vid 2013 års slut uppgick till 1 277 miljarder kronor eller 34 procent av BNP. Vidareutlåning till Riksbanken på 200 miljarder kronor ingår både i skulden vid 2013 års slut och i prognoserna. Frågan om Riksbankens kapital och valutaserv bereds för närvarande inom Regeringskansliet.

#### *Den ekonomiska utvecklingen framöver enligt budgetpropositionen för 2015*

Den ekonomiska utvecklingen har en stark inverkan på statsfinanserna och därmed statsskuldens utveckling. Svensk ekonomi befinner sig i en konjunkturåterhämtning. I budgetpropositionen för 2015 bedöms tillväxten i svensk ekonomi bli måttlig 2014, men ökar

2015 till följd av en starkare utveckling i omvärlden och en ökad tillförsikt hos svenska företag och hushåll. Det låga resursutnyttjandet och en internationell återhämtning bedöms skapa förutsättningar för en förhållandevis hög BNP-tillväxt 2016–2018, se tabell 1.

**Tabell 1. BNP-prognos enligt budgetpropositionen för 2015**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
BNP <sup>1</sup>	1,5	2,1	3,0	3,2	2,6	2,4

<sup>1</sup> Fasta priser, referensår 2013

Källa: Budgetpropositionen för 2015 (prop. 2014/15:1)

Prognosen bygger på att den internationella ekonomin fortsätter att återhämta sig. Den internationella återhämtningen förväntas främst drivas av de avancerade ekonomierna med stöd av expansiv penningpolitik och minskade finanspolitiska åtstramningar i dessa länder. I takt med att exportefterfrågan stiger bedöms varuproduktionen öka. Ett förbättrat arbetsmarknadsläge i Sverige förväntas bidra till en starkare utveckling av hushållens konsumtion. Ökade bostadsinvesteringar och investeringar i industrin och tjänstebanserna bedöms också lämna ett betydande bidrag till BNP-tillväxten under 2014 och 2015. Till följd av en allt högre inhemsk efterfrågan förväntas en stark utveckling av tjänsteproduktionen i näringslivet.

Det finns dock risker för en svagare utveckling. Under sommaren och hösten 2014 har de geopolitiska spänningarna ökat på olika håll i omvärlden. Om de geopolitiska kriserna i omvärlden, t.ex. i Ukraina, allvarligt förvärras kan effekterna på världsekonomin i stort och även för svensk ekonomi bli betydande. Det finns också en betydande risk för en svagare ekonomisk utveckling i euroområdet. Penningpolitiska åtstramningar i USA skulle kunna medföra ett högre ränteläge vilket i sin tur skulle kunna dämpa återhämtningen. I Sverige utgör hushållens höga skuldsättningsgrad och bostadsprisernas utveckling en risk i prognosen. I prognosen förutsätts bostadspriserna öka, om än i en måttlig takt de närmaste åren.

#### *Slutsats*

Prognoserna över den okonsoliderade statsskuden pekar på att skulden som andel av BNP kommer att vara något lägre 2018 än i dag. Prognoserna är dock förknippade med risker om en svagare utveckling. Utrymmet för risktagande i statsskuld förvaltningen bedöms sammantaget vara detsamma som tidigare. Det finns därmed

inte skäl att ändra avvägningen mellan kostnad och risk utifrån utrymmet för risktagande i statsskuldens förvaltning.

## 2.2 Lånemarknaderna

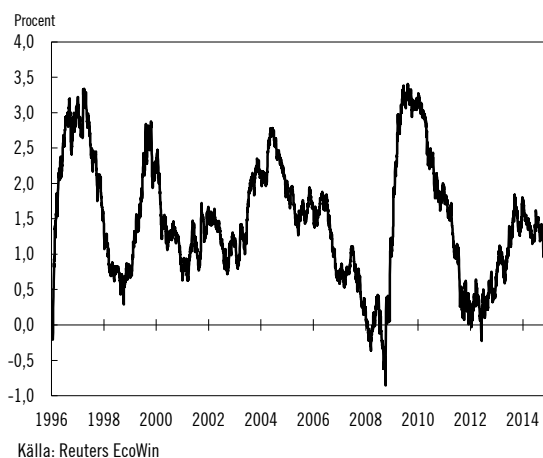
### *Avkastningskurvans lutning*

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

Riksgäldskontoret får inte ta positioner på den svenska räntemarknaden. Skälet är att undvika farhågor om att Riksgäldskontoret skulle kunna utnyttja information om sitt eget framtida agerande för aktivt positionstagande.

Ett sätt att redogöra för avkastningskurvans lutning är att beskriva skillnaden mellan räntenivån för tioåriga statsobligationer och tremånaders statsskuldväxlar. Vid oktober månads slut var den tioåriga statsobligationsräntan 1,15 procentenheter högre än räntan på tremånaders statsskuldväxlar. Som framgår av diagram 4 har skillnaden varit relativt konstant under senare delen av 2013 och under 2014, efter att ha återgått till ett mer historiskt genomsnitt efter finanskrisen.

**Diagram 4. Skillnaden mellan svenska statsräntor på tio år respektive tre månader fr.o.m. 1996**

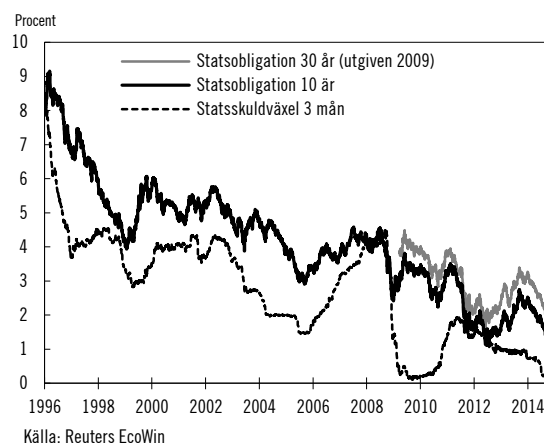


### *Avkastningskurvans nivå*

Avkastningskurvans nivå är av underordnad 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.

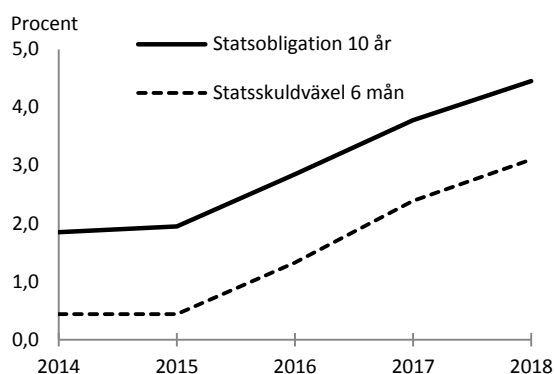
Räntor på bl.a. amerikanska, tyska och svenska statsobligationer har trendmässigt fallit det senaste året. En bidragande orsak till detta har varit geopolitiska oroligheter, vilket ökat efterfrågan på förhållandevis säkra placeringar. I Tyskland och i Sverige har räntenedgången även drivits av att inflationen blivit lägre än förväntat. I diagram 5 framgår att både korta och långa svenska räntor fallit under 2014.

**Diagram 5. Svensk statsränta fr.o.m. 1996**



### *Regeringens prognos för ränteutvecklingen*

I budgetpropositionen för 2015 räknar regeringen med att Riksbanken kommer att fortsätta att föra en expansiv penningpolitik de närmaste åren. För åren 2016–2018 förväntas BNP-tillväxten bli relativt hög i Sverige. Tillsammans med en gradvis återhämtning i den globala aktiviteten förväntas detta leda till stigande statspappersräntor under prognosperioden, se diagram 6.

**Diagram 6. Regeringens prognos för svenska statsränta årsgenomsnitt 2014–2018**

Källa: Budgetpropositionen för 2015 (prop. 2014/15:1)

### Slutsats

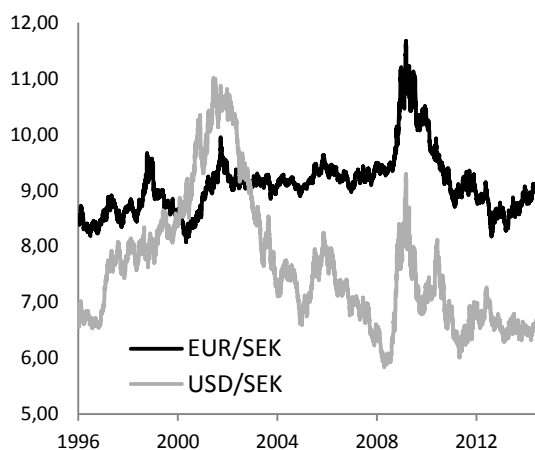
Situationen på låneområdena föranleder inte att den tidigare avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldshöllningen ändras.

## 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 statsskuldshöllningen 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

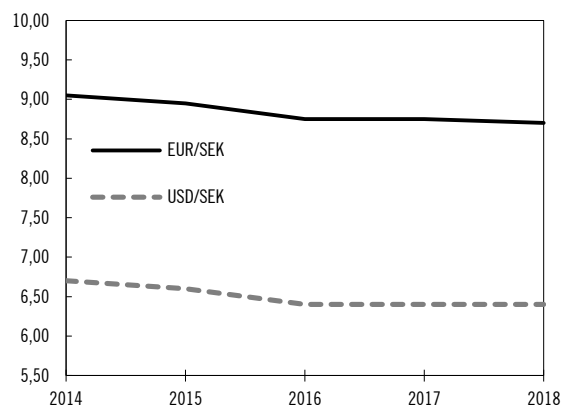
Under finanskrisen 2008 och 2009 försvagades kronan kraftigt då placerare sökte sig till de större valutorna. I takt med att finansmarknaderna stabiliserades och då konjunktursignalerna blev mer positiva stärktes kronan under sommaren 2009. Åter därefter handlades kronan i stort på samma nivåer som före finanskrisen. Vid inledningen av den europeiska skuldskrisen 2011 försvagades kronan endast marginellt. Under senare delen av 2013 och under 2014 har kronan försvagats i förhållande till euron och dollarn. Kronförsvagningen kan under denna period främst förklaras av en svagare ekonomisk statistik i Sverige än väntat, framför allt en överraskande låg inflation.

**Diagram 7. Kronans utveckling fr.o.m. 1996**

Källa: Reuters EcoWin

### Regeringens prognos för kronutvecklingen

I budgetpropositionen för 2015 räknar regeringen med att kronan stärks något mot euron och dollarn under 2015. Därefter förväntas kronans växelkurs i stort vara oförändrad under resten beräkningsperioden.

**Diagram 8. Regeringens prognos för kronan vid årens slut**

Källa: Budgetpropositionen för 2015 (prop. 2014/15:1)

### Slutsats

Bedömningar av kronans utveckling påverkar inte årets riktlinjer. Inom ramen för tilldelade positionsmandat har Riksgäldskontoret dock möjlighet att beakta förväntningar om kronans utveckling i syfte att sänka kostnaden för statsskulden.



## **2.4 Riksbankens remissyttrande över Riksgäldskontorets förslag**

Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning (5 kap. 6 § budgetlagen). Av Riksbankens yttrande, avseende Riksgäldskontoret förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltningen 2015–2018, framgår att Riksbanken inte har något att invända eftersom de förslag som framförs anses

vara förenliga med de krav som penningpolitiken ställer. I yttrandet välkomnar Riksbanken att riktlinjerna betonar vikten av att upplåningen ska bedrivas så att en god låneberedskap säkerställs i olika valutor. Detta anses viktigt för att säkerställa att Riksgäldskontoret även i framtiden vid behov har förmåga att kunna låna stora volymer i utländska valutor, exempelvis för att förstärka Riksbankens valutareserv.

## 3 Skälen för regeringens beslut

### 3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldsvärdningen

Styrningen av statsskuldens förvaltning tar sin utgångspunkt i målet för statsskuldspolitik. I avvägningen mellan kostnad och risk beaktas statsskuldens storlek och förväntade utveckling. Starka statsfinanser och en låg statsskuld 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 2013 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 277 miljarder kronor, vilket motsvarande 34 procent av BNP. Av skulden utgjorde 193 miljarder kronor vidareutlåning till Riksbanken, vilket motsvarade ungefär fem procent av BNP. Prognoser från regeringen, ESV och KI pekar på att statsskulden vid 2018 års slut kommer att uppgå till mellan 1 310 och 1 438 miljarder kronor (inklusive vidareutlåningen till Riksbanken). Som andel av BNP motsvarar detta 28 respektive 31 procent. Prognoserna är dock förknippade med risker om en svagare utveckling. Sammantaget bedöms utrymmet för risktagande i statsskuldsvärdningen vara detsamma som tidigare.

Avvägningen mellan kostnad och risk ska enligt riktlinjerna främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid (punkt 21). I riktlinjerna framgår att det överordnade kostnads- och riskmålet är genomsnittlig emissionsränta (punkterna 22 och 23). Det är statsskuldens exponering för olika risker som regleras, inte finansieringen. Ett undantag finns dock i punkt 16 som avser ett

långsiktigt riktvärde för volymen av instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall.

Regeringens beslut att minska valutaexponeringen i statsskulden med högst 30 miljarder kronor per år (förändringar i kronans växelkurs exkluderade) innebär att sannolikheten för variationer i kostnaderna, och därmed risken, minskar i takt med att valutarisken i skulden avtar (avsnitt 3.2).

#### *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.

Finanskrisen 2008 och 2009 ledde till kraftigt fallande marknadsräntor. Centralbanker världen över sänkte sina styrräntor för att motverka den kraftiga konjunktur nedgången. Detta tillsammans med starka svenska statsfinanser har gjort att statens upplåningskostnader sjunkit till rekordlåga nivåer de senaste åren. För 2013 uppgick de kostnadsräntorna till 16 miljarder kronor. I budgetpropositionen för 2015 beräknas motsvarande räntekostnader till 17 miljarder kronor för 2014. För åren 2015–2018 pekar beräkningarna på att räntekostnaderna successivt kommer att öka för att uppgå till 32 miljarder kronor vid periodens slut. Ökningen beror främst på förväntningar om högre marknadsräntor.

*Risker i statsskuldens förvaltningen*

Risken i statsskuden definieras på övergripande nivå som dess bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskuden. 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 statsskuldens förvaltning. I stället redovisas olika typer av risker, varav de främsta är ränteomsättningsrisk, refinansieringsrisk, finansieringsrisk och motpartsrisk.

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

Med ränteomsättningsrisk menas risken att räntekostnaderna på skuden snabbt stiger om marknadsräntorna rör sig uppåt. Ju större andel av skuden som består av korta och rörliga lån desto känsligare blir skuden för förändrade marknadsräntor. Kort upplåning är i regel billigare än lång upplåning vilket gör att en avvägning måste göras mellan förväntad kostnad och risk. Avvägning i årets riktlinjebeslut är oförändrad jämfört med tidigare.

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 skuden behöver finansieras om. I riktlinjerna framgår att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisk i förvaltningen av statsskuden (punkt 24). I detta riktlinjebeslut görs en komplettering i syfte att säkerställa god låneberedskap i utländsk valuta (punkt 25 samt avsnitt 3.5).

Riksgäldskontoret beaktar refinansieringsrisken på flera olika sätt i sina strategier för upplåning och marknadsvård. Detta görs bl.a. genom att säkerställa infrastruktur, investerarbaser och likviditet i lånemarknaden. Merparten av

upplåningen görs i statsobligationer som fördelas över flera lån med olika förfalltidpunkter. Upplåningen fördelas löpande i små och regelbundna auktioner. En stor del av upplåningen görs i den tioåriga statsobligationen där investerarbaser är som störst. Sedan 2009 har Riksgäldskontoret även nominell kronupplåning på längre löptider än 12 år, vilket gör att statsskuldens förfall sprids över en längre tidsperiod. Riksgäldskontorets upplåning i utländsk valuta reducerar 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 utvärderingen av statsskuldens förvaltning rapportera på vilket sätt man levt upp till kravet att ta hänsyn till refinansieringsrisker.

Vid 2013 års slut var den genomsnittliga räntebindningstiden i hela statsskuden fem år. Den genomsnittliga tiden till förfall var också runt fem år. Starka och hållbara statsfinanser begränsar både refinansieringsrisken och finansieringsrisken.

## 3.2 Minskad valutaexponering

### *Nytt styrsystem för valutaskuden*

Exponeringen i valutaskuden ska minska. Minskningen planeras till 20 miljarder kronor per år och begränsas av ett tak på 30 miljarder kronor per år. Minskningstakten ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas så långt som är praktiskt möjligt. Förutom förändringar i kronkursen finns det andra mer tekniska skäl som gör det svårt att exakt styra valutaexponeringen på kalenderårsbasis. Det beslutade taket för minskningstakten på 30 miljarder kronor ger utrymme för en viss flexibilitet i styrningen. Detta skapar utrymme för att undvika transaktioner som enbart syftar till att finjustera takten.

Minskningstakten kan komma att ändras beroende på vilket beslut som fattas angående förslaget att terminssäkra Riksbankens valutareserv hos Riksgäldskontoret. Förslaget om terminssäkring av valutareserven finns med i utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning (SOU 2013:9).

Anledningen till att minskningen inte uttrycks som en mindre andel är att statsskuldens storlek då skulle få inverkan på hur stor den faktiska minskningen blir. En minskning uttryckt i termer av ett nominellt belopp ger en direkt kontroll av minskningens storlek i absoluta termer. Andelsstyrningen, där valutaexponeringen styrs mot 15 procent av statsskulden och som tillämpats under perioden 2008–2014, ersätts härmed. Det beslutade styrsystemet innebär i praktiken en återgång till den ordning som tillämpades fram till 2008.

#### *Inte lägre kostnad och risk med valutaexponering*

I de senaste årens förslag till riktlinjer har Riksgäldskontoret analyserat om det finns skäl att ha valutaexponering i den strategiska statsskuldportföljen. Analysen visar att valutaexponeringen i statsskulden gradvis bör avvecklas, eftersom den inte förväntas leda till lägre risk eller minskad kostnad. En mindre valutaskuld minskar valutarisken och därmed den förväntade variationen i räntekostnaderna. Slutsatsen gäller för skuldens *exponering* i utländsk valuta och inte *finansiering*. Beslutet att minska valutaexponeringen påverkar inte Riksgäldskontorets möjlighet att låna i utländsk valuta.

#### *Minskningstaktens storlek*

Beslutet om minskningstaktens storlek baseras på den takt som ges av att låta nuvarande valutaexponering förfalla. Det ger ett belopp på cirka 20 miljarder kronor per år under den kommande fyraårsperioden. För närvarande utgörs runt 60 procent av valutaexponeringen av obligationsupplåning i kronor (lång upplåning) som swappats till kort skuld i utländsk valuta. Taktens bedöms också som lämplig för att valutaskulden de närmaste åren inte ska bli avsevärt mindre än valutareserven (den del som inte är lånefinansierad via Riksgäldskontoret). På så sätt kan större svängningar i valuta-transaktionerna undvikas i det fall förslaget om terminssäkring av valutareserven realiserar. Vid 2013 års slut var valutaskulden 35 miljarder kronor större än den jämförbara delen av valutareserven.

Genom att sätta ett tak för minskningen på 30 miljarder kronor skapas ett utrymme för avvikelser mellan utfall och planerad minskning. Den beslutade minskningstakten av valutaexponeringen bedöms inte ha någon effekt

på kronans växelkurs. Ur ett historiskt perspektiv är den beslutade minskningstakten att betrakta som begränsad. Beloppet ryms väl inom det styrintervall på  $\pm 2$  procentenheter som valutaskulden tillåts fluktuera inom den andelsstyrning som tillämpats sedan 2008. Minskningens belopp kan också jämföras med kronpositionen på 50 miljarder kronor som såldes utspritt under en tidsperiod på mindre än 12 månader under 2010 och 2011. Genom att minskningen sprids ut över flera år minskar risken att växlingarna sker vid ogynnsamt tillfälle vad gäller kronans valutakurs.

#### *Flerårigt analysarbete bakom beslutet*

Analysarbetet om valutaexponering i den strategiska skuldportföljen har sin bakgrund i det uppdrag Riksgäldskontoret fick våren 2010. Uppdraget var att analysera hur stora andelarna i de olika skuldslagen bör vara vid en betydligt högre respektive lägre statsskuld samt hur löptiden bör hanteras i dessa fall. Uppdraget gavs eftersom skuldandelarna byggde på en analys som Riksgäldskontoret genomförde 2004 när statsskulden var 50 procent av BNP.

I förslaget till riktlinjer för 2012 redovisade Riksgäldskontoret en kvalitativ analys av frågeställningen. I riktlinjeförslaget för 2013 sammanfattades argumenten i anknytning till valutaskulden i följande fem punkter:

- Det finns inga teoretiska skäl att tro på någon systematisk kostnadsmässig fördel med valutaskuld framför kronskuld (vid en löptidsmatchad jämförelse).
- Kostnadsvariationen för valutaupplåning är högre än för upplåning i svenska kronor på grund av variationen i växelkursen.
- En viss exponering i utländsk valuta kan minska risken i statsskulden genom diversifiering i betydelsen att beroendet av ränteläget i enskilda länder, inklusive Sverige, minskar.
- Valutaskuld är ett flexibelt instrument i den meningen att staten kan låna stora belopp på kort tid. En förutsättning för att det ska gälla är dock att valutaskulden inte är för stor i utgångsläget.
- Det kan finnas anledning att alltid ha en viss upplåning i utländsk valuta för att säkra åtkomsten till den internationella kapitalmarknaden.

I analysen till riktlinjeförslaget 2013, som byggde på historisk data, konstateras att det inte hade varit möjligt att minska kostnadsvariationen för statsskulden ytterligare med en viss andel valutaskuld. Analysen visade att kostnadsvariationen varit mycket låg med en portfölj bestående av endast kronaskuld.

I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2014 och 2015 redovisas fördjupade analyser av kostnads- och riskaspekterna kopplade till valutaskulden. En utgångspunkt i analysen av om det är möjligt att sänka den förväntade kostnaden för statsskulden genom att ha exponering i utländska räntor är det osäkrade ränteparitetsvillkoret. Det osäkrade ränteparitetsvillkoret implicerar att om räntan är lägre i en viss valuta jämfört med räntan i kronor förväntas kronan deprecieras med motsvarande räntedifferens storlek. Givet att förväntningarna i genomsnitt över tiden är korrekta följer att det på lång sikt i genomsnitt ska kosta lika mycket att låna i alla valutor. För att kunna sänka kostnaden med valutaexponering krävs därför att det osäkrade ränteparitetsvillkoret inte håller. Empiriska studier har visat att så är fallet, dvs. att osäkrad ränteparitet inte håller. Valutor med lägre ränta (som enligt teorin ska appreciera) tenderar snarare att depreciera.<sup>2</sup> Strategier som försöker utnyttja detta fenomen kallas carry-strategier. Carry-strategier kan enklast beskrivas som att pengar lånas i valutor med låg ränta för att placeras i valutor med hög ränta. I regel utnyttjar carry-strategier ett stort urval av valutor, medan Riksgäldskontoret för den strategiska portföljen är begränsad till svenska kronor som placeringsvaluta (högräntevaluta).

Som en del i analysarbetet har Riksgäldskontoret genomfört empiriska studier utifrån historisk data för perioden 1993–2013 där exponering i kronor bytts mot exponering i euro, schweizerfranc och japanska yen. Analysen visar att den genomsnittliga kostnadsbesparingen för hela perioden är noll för strategierna där kronexponering bytts mot exponering i euro och schweizerfranc, medan den genomsnittliga kostnadsbesparingen är knappt två procent för strategin med exponeringen i japanska yen. Den årliga variationen i kostnadsbesparingen är dock stor

för alla tre strategierna. Detta gör att resultatet blir starkt beroende av vilken tidsperiod som studeras. Utifrån historisk data är det därför svårt att finna tillräckligt starka belägg för att det finns skäl att förvänta sig en långsiktig och systematisk kostnadsbesparing med valutaexponering.

Riksgäldskontorets slutsats styrks av den granskning som ESV gjorde till skrivelsen Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2009–2013 (skr. 2013/14:196). Där dras slutsatsen att valutarörelser tenderar att vara den viktigaste faktorn för hur lönsamt det är att låna i utländsk valuta. I ESV:s studie över den senaste tioårsperioden framgår att utländska korta räntor i genomsnitt har varit 2/3 procentenheter lägre än svenska, men att växelkursen enskilda år har förändrats med 10 procent eller mer.<sup>3</sup>

Både Riksgäldskontoret och ESV konstaterar att den positiva basswappspread som minskade kostnaden för valutaskulden under finanskrisen och de närmaste följande åren successivt har minskat för att närma sig det historiska genomsnittet kring noll.

#### *Finansieringsrisken påverkas inte av beslutet*

I analysarbetet har två typer av skäl till att ta upp valutalån lyfts fram. Den första typen är de finansieringsrisk- och beredskapsskäl som framgår av punkterna 4 och 5 ovan. Den andra typen avser möjligheten att sprida upplåningen på fler skuldsdrag i situationer när lånebehovet ökar kraftigt, eftersom ett ytterligare skuldsdrag minskar risken för att den svenska statsobligationsräntan ska pressas upp av ett kraftigt ökat utbud (se vidare i avsnitt 3.5).

### **3.3 Nya beräkningsprinciper för löptid och andelar**

Regeringen beslutar att ändra principerna för att beräkna statsskuldens löptid och andelar. Duration ersätter det tidigare löptidsmättet genomsnittlig räntebindningstid (GRT). För

<sup>2</sup> Se exempelvis Froot & Thaler (1990) och Engels (1996).

<sup>3</sup> Beräkningen bygger på räntor i valutaskuldens olika valutor som sedan 2009 består av 45 procent EUR, 20 procent CHF, 15 procent JPY, 10 procent USD samt 5 procent vardera i GBP och CAD.

beräkning av statsskuldens andelar ersätter nominellt belopp det tidigare måttet statsskuldens summerade kassaflöden (SSK)

#### *Syftet med ändringen*

För att skapa en attraktiv marknad för statspapper är det viktigt att stasskuldspolitiken är så förutsägbar och transparent som möjligt. Erfarenheter har visat att de nuvarande måtten GRT och SSK har brister när det gäller transparens. Måtten är unika för Riksgäldskontoret och relativt komplicerade, vilket försvårar möjligheterna att för utomstående analysera vilka effekter en viss lånestrategi får på löptid och andelar. En annan nackdel är att skuldslag med lång löptid får oproportionerligt stor andel, eftersom alla framtida betalningar summeras utan diskontering.<sup>4</sup>

Det nya löptidsmättet duration och andelsmättet nominellt belopp är internationellt vedertagna begrepp. Nominellt belopp används även för övrig redovisning av statsskulden, vilket gör redovisningen mer enhetlig. Ändringen bedöms bidra till ökad transparens och förenklar samtidigt redovisningen.

#### *Riktvärdena ändras men faktiska löptider och faktisk andel real kronskuld är oförändrade*

En konsekvens av att löptidsmättet byts till duration (från GRT) är att löptidsintervallet för den nominella kronskulden med instrument upp till 12 år till förfall sänks till 2,3–2,8 år (från 2,7–3,2 år) och att löptidsintervallet för den reala kronskulden sänks till 6–9 år (från 7–10 år). Valutaskuldens löptid är så kort att skillnaden mellan måtten är försumbar. Därför ändras inte riktvärdet för löptiden i valutaskulden.

Löptidsintervallet för den nominella kronskulden med instrument upp till 12 år sänks således med 0,4 år varav skillnaden mellan löptidsmåtten utgör 0,25 år. Till detta kommer effekten av att valutaexponeringen med rörlig ränta flyttas till rörlig exponering i kronor eftersom valutaexponeringen planeras att minska med 20 miljarder kronor under 2015. Det motsvarar en förkortning av den nominella kronskulden med 0,1 år.

Löptidsintervallet för den reala kronskulden sänks med ett år, vilket motsvarar skillnaden mellan måtten. Anledningen till att intervallet för den reala kronskulden sänks mer än för den nominella kronskulden är att den reala kronskulden har längre löptid och därmed påverkas mer av att kassaflöden diskonteras.

Riktvärdet för andelen real kronskuld sänks till 20 procent (från 25 procent). Anledningen är den samma som för att intervallet sänks, dvs. att den reala kronskuldens långa löptid får större effekt av att kassaflöden diskonteras.

I praktiken är riktvärdena för löptiden och för andelen real kronskuld oförändrade, eftersom endast måtten ändrats.

#### *Bakgrund*

År 1998 infördes den process enligt vilken statsskuldspolitiken genomförs och utvärderas. Sedan processen började tillämpas har en mängd beslut tagits, vilka lett fram till dagens styrning av statsskuldens löptid och sammansättning.

Det nuvarande löptidsmättet GRT infördes i riktlinjerna för 2006 och ersatte då löptidsmättet duration. Anledningen till att durationsmättet då övergavs var att det var svårt att styra durationen mot de exakta punktvärden som då tillämpades för styrningen av löptiden. Durationsmättet påverkas av marknadsräntorna, eftersom måttet beräknas med nuvärdesdiskontering utifrån gällande marknadsräntor.

De senaste åren har löptidsstyrningen gjorts mer flexibel genom att styrintervall ersatt exakta punktvärden för nominell kronskuld med instrument upp till 12 år och för den reala kronskulden. Det mer flexibla styrsystemet gör att förändringar i durationen, som följer av ändringar i marknadsräntan, bedöms kunna hanteras inom styrintervallen. Om marknadsräntorna skulle stiga eller falla kraftigt under en längre period kan Riksgäldskontoret föreslå regeringen att justera intervallet i kommande riktlinjeförslag. Det bör också noteras att de variationer som följer av säsongsmässiga förändringar i statsskulden storlek är större än de förändringar som följer av förändringar i marknadsräntan.

Det nuvarande andelsmättet SSK infördes i riktlinjerna för 2007. Syftet med måttet var att statsskuldens riskeponering skulle speglas bättre när utestående kupongbetalningar och inflationskompensation inkluderas utöver de nominella beloppen. Nackdelen med SSK-mättet

<sup>4</sup> En statsskuldsväxel med kort löptid får därför en betydligt mindre vikt än en lång obligation med samma nominella belopp.

är att det är mindre transparent. Nominellt belopp (inklusive upplupen inflationskompensation) används i övrig redovisning av statsskulden. Tillämpningen av samma princip i riktlinjerna ökar transparensen och gör redovisningen mer enhetlig. En positiv bieffekt är även att systemhanteringen och rapporteringen blir enklare.

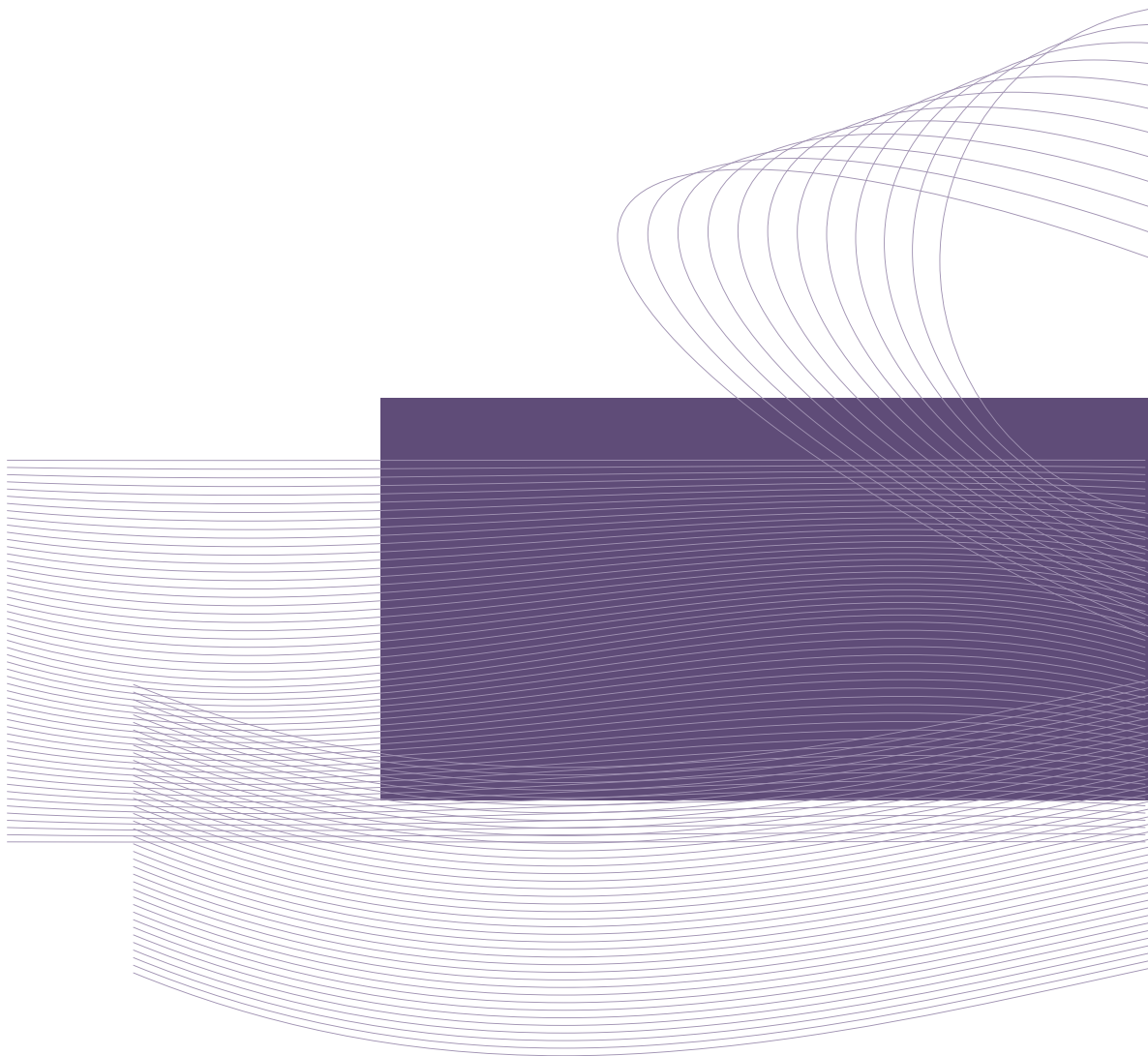
### **3.4 Förtydligande om utvärderingsperiod**

I budgetlagen (2011:203) fastställs att regeringen vartannat år i en skrivelse till riksdagen ska utvärdera förvaltningen av statsskulden (5 kap. 7 §). I motivtexter till regeringens riktlinjebeslut framgår att utvärderingen av statsskuldens förvaltning ska göras över en femårsperiod. I punkt 41 i riktlinjerna görs ett tillägg för att förtydliga detta ”Utvärdering av förvaltningen av statsskulden ska ske i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått. Utvärderingen ska ske över femårsperioder.”

### **3.5 Ny riktlinje om låneberedskap**

Riksgäldskontorets möjlighet att låna i utländsk valuta begränsas inte av den beslutade minskningen av valutaexponeringen. I avsnitten 3.1 och 3.2 beskrivs vikten av att säkerställa att staten har effektiv åtkomst till den internationella kapitalmarknaden. Detta minskar finansieringsrisken eftersom valutalån är det låneinstrument där staten har störst möjlighet att låna stora belopp på kort tid.

För att tydliggöra att Riksgäldskontoret ska se till att denna låneberedskap finns kompletteras riktlinjerna med punkt 25 enligt följande ”Upplåningen ska bedrivas så att en bered investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.”



REGERINGSKANSLIET

**Finansdepartementet**

Tel 08-405 10 00, [www.sweden.gov.se/finance](http://www.sweden.gov.se/finance)