

Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2021

Beslut vid regeringssammanträde den 12 november 2020



Sammanfattning

Utgångspunkten för regeringens riktlinjebeslut är det av riksdagen beslutade målet för statsskuldspolitiken att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras, samtidigt som risken i förvaltningen beaktas, och att förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Statsskulden ökade kraftigt under 2020 och väntas fortsatt öka kraftigt under 2021 och 2022, för att återigen minska 2023. Ökningen av statsskulden bedöms vara tillfällig och föranleder därför ingen ändring av riktlinjerna för statsskuld förvaltningen.

I riktlinjebeslutet för 2021 sker inga förändringar i styrningen i jämfört med föregående år. De statliga gröna obligationerna, som Riksgäldskontoret har emitterat, omfattas av de övergripande riktlinjerna för statsskuldens sammansättning och löptid.

Statsskuldens sammansättning ska styras mot:

- Valutaskulden – valutaexponeringen ska vara oförändrad.
- Den real kronskulden – den ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden.
- Den nominella kronskulden – den ska utgöra resterande andel av statsskulden.

Löptiden (i termer av duration) för statsskulden ska styras mot 3,5–6 år.

Valutaexponeringen ska, i likhet med föregående år, vara oförändrad i avvaktan på Riksgäldskontorets analys av statsskuldens strategiska valutaexponering. En anledning till detta är att analysen kan visa att det finns skäl för att ompröva den tidigare inriktningen om att exponeringen ska minska. Att valutaexponeringen ska tillåtas variera som en följd av att Riksgäldskontoret genomför valutaväxlingar, bl.a. i sin roll som statens internbank, förtydligas i årets riktlinjebeslut.

Till grund för beslutet ligger bl.a. Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer. Riksbanken har yttrat sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer och har inga invändningar mot förslaget. Regeringens riktlinjebeslut för 2021–2023 överensstämmer med Riksgäldskontorets förslag.

1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2021

Nedan redovisas riktlinjerna för 2021–2023, vilket är den beräkningshorisont som tillämpas i budgetpropositionen för 2021 (prop. 2020/21:1). Liksom för budgetpropositionen är besluten för 2022–2023 preliminära. För att skapa en överblick över de regelverk som styr statsskuld-förvaltningen redovisas relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) och förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

Regeringens riktlinjebeslut överensstämmer med Riksgäldskontorets förslag.

1.1 Statsskuld-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 (5 kap. 5 § budgetlagen).

1.2 Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen (2 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

3. Riksgäldskontoret får ta upp lån till staten för att:

- Finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
- tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
- amortera, lösa in och köpa upp statslån,
- i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och
- tillgodose Riksbankens behov av valutareserv (5 kap. 1 § budgetlagen).

1.3 Riktlinjeprocessen

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld (26 f § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag (5 kap. 6 § budgetlagen).

6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden (5 kap. 6 § budgetlagen).

7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld (26 f § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen (5 kap. 7 § budgetlagen).

9. Riksgäldskontoret ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras (15 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

10. Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i enskilda skuldslag, valutafördelningen i valuta-skulden samt principer för marknads- och skuldvard.

1.4 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

11. Andelen real kronaskuld ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden. Skuldslagens andelar av statsskulden ska beräknas med nominella belopp till aktuell valutakurs inklusive upplupen inflationskompensation.

Tidigare lydelse

12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska vara oförändrad. Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.

Beslutad lydelse

12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska vara oförändrad. Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas. *Valutaexponeringen ska dock tillåtas variera som en följd av att Riksgäldskontoret genomför valutaväxlingar i enlighet med punkt 35.*

13. Riksgäldskontoret ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.

14. Utöver real kronaskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor.

1.5 Statsskuldens löptid

15. Statsskuldens löptid ska vara mellan 3,5 och 6 år.

16. Riksgäldskontoret ska fastställa löptidsintervall för den nominella kronskulden, den reala kronskulden respektive valutaskulden.

17. Statsskuldens löptid får temporärt avvika från det löptidsintervall som anges i punkt 15.

18. Löptiden ska mätas som duration.

1.6 Kostnad och risk

19. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.

20. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan. Kostnaden ska beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde med löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar.

21. Det överordnade riskmåttet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.

22. Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.

23. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.

24. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.

25. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

1.7 Marknads- och skuldvard

26. Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.

27. Riksgäldskontoret ska besluta om principer för marknads- och skuldvard.

1.8 Positionstagande

28. Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs.

Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument. Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.

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.

Positioner får bara tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen.

29. Positioner i utländsk valuta begränsas till 300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.

Riksgäldskontoret ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen.

30. Positioner i kronans valutakurs begränsas till maximalt 7,5 miljarder kronor. När positionerna byggs upp eller avvecklas ska det ske gradvis och annonseras i förväg.

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.

1.9 Lån för att tillgodose behovet av statslån

31. 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.

Riksgäldskontoret får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.

32. 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.

1.10 Medelsförvaltning m.m.

33. 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 (5 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

34. Riksgäldskontoret ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto (7 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

35. Hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet (6 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

1.11 Samråd och samverkan

36. Riksgäldskontoret ska samråda med Riksbanken i frågor om de delar av upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse (12 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

37. Riksgäldskontoret ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov (11 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

38. Riksgäldskontoret bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån.

1.12 Utvärdering

39. 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.

40. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bl.a. avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.

41. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.

42. För upplåning på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.

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

2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer

2.1 Mål och styrning

I de årliga riktlinjebesluten styr regeringen avvägningen mellan kostnad och risk på en övergripande nivå i statsskuldsförvaltningen. Styrningen tar sin utgångspunkt i det lagfästa målet för statsskuldspolitiken. Målet 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. Avvägningen görs främst genom val av statsskuldens löptid. Historiskt sett har en kortare löptid inneburit lägre genomsnittlig kostnad än en längre löptid. På senare år har kostnadsfördelen med att välja kortare räntor bedömts minska och räntenivåerna har därtill varit mycket låga.

Andra viktiga parametrar är statsskuldens storlek och förväntad utveckling. Under 2020 har statsskulden ökat kraftigt till följd av de åtgärder som regeringen har vidtagit med anledning av covid-19 och den lågkonjunktur som pandemin har fört med sig. Under innevarande år beräknas skuldkvoten öka med 6 procentenheter till 27 procent. Före ökningen hade statsskulden, som andel av BNP, minskat sedan mitten av 1990-talet och uppgick vid 2019 års slut till ca 21 procent, vilket är en låg nivå, både ur ett internationellt och ur ett historiskt perspektiv.

Riksgäldskontoret har möjlighet att inom givna mandat fatta beslut om avvikelser från riktvärdena. Avvikelseerna görs med derivat och definieras som positioner. Positionerna utvärderas separat och får inte tas på den svenska räntemarknaden.

Risker i statsskuldsförvaltningen

Risken i statsskulden definieras på övergripande nivå som dess bidrag till variationer i statens finansiella sparande och i 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 statsskuldsförvaltningen. I stället redovisas olika typer av risker, varav de främsta är ränteomsättningsrisk, refinansieringsrisk, finansieringsrisk och motpartsrisk.

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.

Refinansieringsrisk avser risken att det visar sig svårt eller kostsamt att ersätta förfallande lån med nya och framträder i regel samtidigt som behovet av nyupplåning ökar kraftigt (finansieringsrisk). I riktlinjerna framgår att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden och att myndigheten ska säkerställa diversifiering i olika finansieringsvalutor för att säkerställa en god låneberedskap.

Refinansieringsrisken beaktas på flera olika sätt i Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård, bl.a. genom att sträva efter en jämn förfalloprofil för både nominella och reala obligationer samt genom att bidra till en väl fungerande statpappersmarknad. Vidare reducerar Riksgäldskontorets refinansieringsrisken genom att ha tillgång till olika lånekanaler och investerare. Upplåning i utländsk valuta bidrar till att minska refinansierings- och finansieringsrisken genom att kanalen till de internationella kapitalmarknaderna hålls öppen.

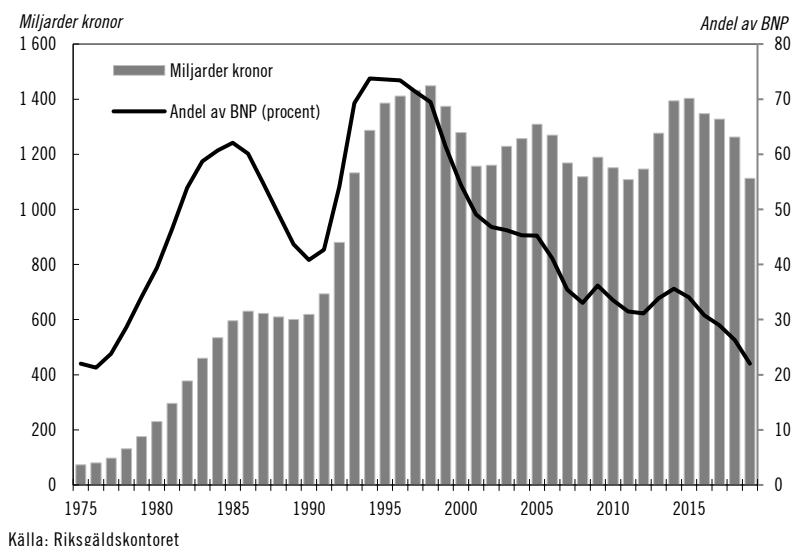
Riksgäldskontoret ska i sin årliga utvärdering av statsskuldens förvaltning utvärdera den operativa förvaltningen, bl.a. avseende upplåning och förvaltning av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.

2.2 Statsskuden i historisk och internationell jämförelse

Historisk utveckling

Statsskuden har uppkommit genom att statens budget historiskt visat större underskott än överskott. Statens lånebehov är statens budgetsaldo men med omvänt tecken. Budgetunderskott finansieras med ny upplåning, medan budgetöverskott kan användas för att amortera befintlig skuld. Statsskuden påverkas av den ekonomiska utvecklingen och av ekonomisk-politiska beslut. Även engångsvisa händelser kan påverka statsskuldens utveckling, t.ex. försäljning av aktier i statligt ägda bolag och vidareutlåning till Riksbanken.

Figur 2.1 Okonsoliderad statsskuld 1975–2019



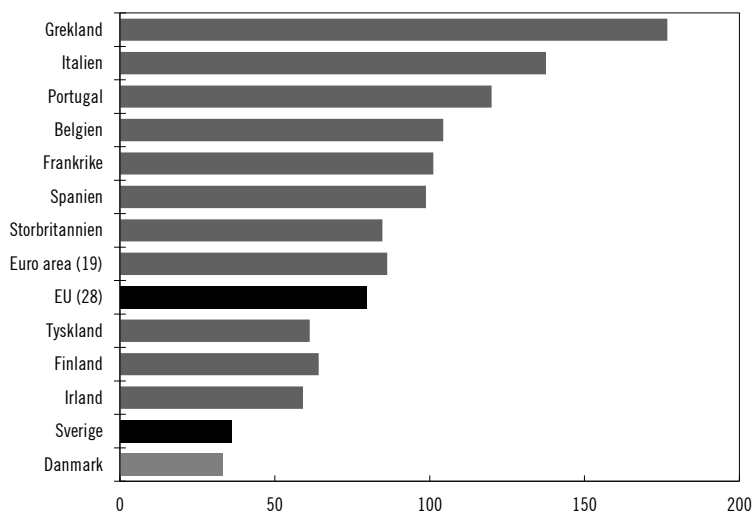
Av figur 2.1 framgår att statsskulden som andel av BNP ökat kraftigt under två perioder. Den första perioden var mellan 1976 och 1985 och den andra var mellan 1990 och 1995. Som andel av BNP har statsskulden gradvis minskat sedan mitten av 1990-talet, för att utgöra 22 procent vid 2019 års slut, vilket är en låg nivå ur ett historiskt perspektiv. Ökningen av statsskulden under åren 2009 och 2013 förklaras till stor del av att Riksgäldskontoret lånade upp utländsk valuta för Riksbankens räkning för motsvarande 100 miljarder kronor respektive år. Denna upplåning gjordes efter begäran från Riksbanken i syfte att förstärka valutareserven. Vid 2019 års slut utgjorde vidareutlåningen till Riksbanken ca 193 miljarder kronor av den okonsoliderade statsskulden. Vidareutlåningen till Riksbanken utgör en fordran för staten och påverkar därför inte styrningen av statsskulden. Det kraftigt negativa budgetsaldot 2020 innebär att statsskulden som andel av BNP ökar med 6 procentenheter, från 22 procent av BNP 2019 till 28 procent av BNP 2020 enligt Budgetpropositionen för 2021 (prop. 2020/21:1). Statskulden uppgick i slutet av september 2020 till 1 210 miljarder kronor enligt Budgetpropositionen för 2021 (prop. 2020/21:1).

Internationell jämförelse

Vid jämförelser av den offentliga sektorns skuldsättning i olika medlemsstater i EU används den s.k. Maastrichtskulden. Skuldmåttet avser hela den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld, vilket för svenska förhållanden innebär att statsskulden 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 medlemsstater. Maastrichtskulden möjliggör på så sätt ökad jämförbarhet mellan länderna.

För Sveriges del uppgick Maastrichtskulden till 35,9 procent av BNP första kvartalet 2020. Vid samma tillfälle uppgick motsvarande andel för EU som helhet till 79,5 procent och för euroområdet till 86,3 procent. För 2020 prognostiseras Maastrichtskulden för Sverige att öka till 42,6 procent enligt Budgetpropositionen för 2021 (prop. 2020/21:1).

Figur 2.2 Maastrichtskuld första kvartalet 2020 som andel av BNP



Källa: Eurostat

2.3 Prognoser över statsskulden utveckling

Statsskuldens utveckling påverkas av en mängd faktorer och att prognosticera utvecklingen på flera års sikt är svårt. 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 syften och både prognosmetoder och tidshorizont skiljer sig 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 2021 (prop. 2020/21:1).

KI:s prognoser fokuserar på den realekonomiska utvecklingen i nationalräkenskapstermer och prognoserna beräknar även utvecklingen för den konsoliderade statsskulden.¹

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.² Både regeringens och ESV:s prognoser bygger på konsekvensberäkningar utifrån förslaget eller oförändrat regelverk samt utifrån en viss makroekonomisk utveckling.

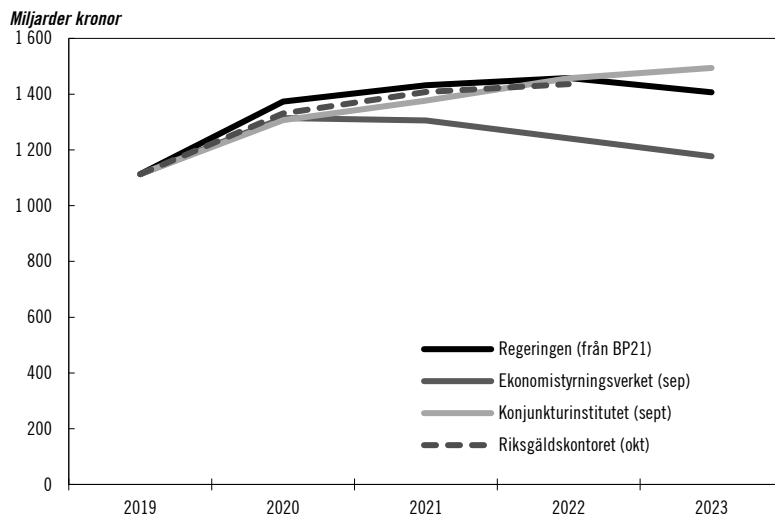
Riksgäldskontorets prognoser görs i kassamässiga termer och ligger till grund för myndighetens låneplanering. Genom att Riksgäldskontoret redovisar den planerade upplåningen fördelad på låneinstrument blir

¹ KI:s prognoser är hämtade från myndighetens publikation Konjunkturläget från september 2020.

² ESV:s prognos är hämtad från myndighetens publikation Prognos för statens budget och de offentliga finanserna från september 2020.

statspappersmarknaden mer förutsägbar, vilket på lång sikt bidrar till lägre kostnader för statsskuden.³

Figur 2.3 Prognoser okonsoliderad statsskuld



Källa: Ekonomistyrningsverket, Konjunkturinstitutet, regeringen och Riksgäldskontoret

I figur 2.3 redovisas de olika myndigheternas prognoser över den okonsoliderade statsskuden till och med beräkningsperiodens slut 2023, bortsett från Riksgäldskontoret vars prognos sträcker sig till 2022. Prognoserna visar ett spann för den okonsoliderade statsskuden i slutet av 2023 på mellan 1 177 och 1 494 miljarder kronor (22 respektive 28 procent av BNP). Vid 2019 års slut uppgick motsvarande skuld till 1 113 miljarder kronor eller 22 procent av BNP. Vidareutlåning till Riksbanken, som vid 2019 års slut uppgick till ca 193 miljarder kronor, ingår i prognoserna.

Utsikter för svensk ekonomi enligt budgetpropositionen för 2021

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige har stor betydelse för stats-skuldens utveckling. När ekonomin är stark och sysselsättningen hög kommer mer skatter in till staten samtidigt som belastningen på trygghets-systemen minskar när arbetslösheten sjunker. En snabbt växande ekonomi medför därför i regel stärkta statsfinanser och en lägre statsskuld, medan en lågkonjunktur har motsatt effekt.

Sveriges BNP föll kraftigt det andra kvartalet 2020, efter att ha varit i stort sett oförändrad under det första kvartalet. Det var den största nedgången under ett enskilt kvartal sedan nuvarande mätningar inleddes 1980. Nedgången drevs främst av fallande export och fallande hushållskonsumtion. BNP föll dock mindre i Sverige än i flera andra länder i Europa.

³ Riksgäldskontorets prognos är hämtad från publikationen Statsupplåning - Prognos och analys 2020:3 från oktober 2020.

Ekonomin väntas gradvis återhämta sig under andra halvåret 2020 och under 2021, understödd av regeringens omfattande finanspolitiska stimulanser. Osäkerheten om pandemins utveckling samt de restriktioner som följer av denna, den djupa lågkonjunkturen i omvärlden och försämrade arbetsmarknadsutsikter, väntas dock hålla tillbaka efterfrågan. BNP bedöms sammantaget minska med 4,6 procent 2020 och öka med 4,1 procent 2021. Det väntas dröja till slutet av 2021 innan BNP åter väntas uppnå samma nivå som före virusutbrottet. Svensk ekonomi bedöms befinna sig i en djup lågkonjunktur. Med en exportandel på knappt 50 procent och en hög delaktighet i globala värdekedjor är internationell handel viktig för svensk ekonomi. Samtidigt ger Sveriges låga statsskuld goda förutsättningar att stödja företag och hushåll som har drabbats hårt av pandemin.

Tabell 2.1 BNP-prognos (budgetpropositionen för 2021)

	2019	2020	2021	2022	2023
BNP¹	1,2	-4,6	4,1	3,8	2,7

¹ Fasta priser

Anm. Utfall 2019, prognos 2020–2023

Källa: Budgetpropositionen för 2021 (prop. 2020/21:1)

Stor osäkerhet om hur djup och långvarig lågkonjunkturen blir

Utvecklingen i den globala och svenska ekonomin är fortsatt mycket osäker.

Risken för att utvecklingen av BNP blir sämre än vad som redovisas ovan är framför allt kopplad till ökad smittspridning. Restriktioner för att begränsa smittspridningen kan komma att återinföras, förlängas och utökas i både Sverige och omvärlden, vilket kan göra den ekonomiska återhämtningen mer utdragen. En mer långvarig smittspridning kan även påverka länders produktionskapacitet, t.ex. om leverans- och värdekedjor störs av omfattande konkurser.

Efter det stora fallet på världens börser i mars 2020 stabiliserades utvecklingen på de finansiella marknaderna under resten av våren och sommaren. Det finns dock fortsatt en risk att tillgångs- och bostadspriser påverkas. Ett prisfall på t.ex. bostäder och kommersiella fastigheter skulle kunna förvärra lågkonjunkturen ytterligare.

Ytterligare en osäkerhetsfaktor är vilka effekter den ekonomiska nedgången, den pågående pandemin och den politiska utvecklingen kommer att ha på världshandeln. Även formerna för Storbritanniens utträde ur EU och den framtida relationen dem emellan kommer att påverka världshandeln. En alltmer utbredd protektionism kan innebära en svagare global tillväxt, och därmed sämre utsikter för svensk export.

Den ekonomiska nedgången riskerar dessutom att leda till negativa effekter på lång sikt. En snabbt stigande arbetslöshet kan, i kombination med att människor inte får möjlighet att ställa om när branschstrukturer förändras, medföra att arbetslösheten blir kvar på en högre nivå. En stor osäkerhet bidrar även till minskad riskvilja, vilket kan hålla tillbaka

investeringar och dämpa produktivitetstillväxten. Sammantaget riskerar detta att leda till en lägre tillväxt på lång sikt.

Den ekonomiska utvecklingen kan också bli starkare än vad som antas framför allt om smittspridningen minskar i snabbare takt och förblir under kontroll. En starkare ekonomisk utveckling i omvärlden skulle gynna svensk exportindustri.

Utöver pandemin finns även andra osäkerhetsfaktorer. Klimatförändringar, extrema väderhändelser och förlust av biologisk mångfald utgör risker för den globala ekonomin, eftersom de kan medföra stora kostnader för både enskilda, företaget och samhället som helhet.

Sammanfattningsvis är prognoserna över den ekonomiska utvecklingen förknippade med stor osäkerhet. Framför allt kan ökad smittspridning och den politiska utvecklingen på global nivå riskera att leda till en lägre tillväxt än förväntat, medan minskad smittspridning och starkare ekonomisk tillväxt kan bidra till en starkare tillväxt.

2.4 Lånemarknaderna

Avkastningskurvan

Statens kostnad för att låna på olika löptider kan förenklat beskrivas med hjälp av avkastningskurvan på svenska statspapper.

Avkastningskurvans lutning påverkar utbytesförhållandet mellan kostnad och risk. När avkastningskurvan har en positiv lutning görs upplåning på kortare löptider (statsskuldväxlar) till lägre ränta än upplåning på längre löptider (statsobligationer). Därmed ökar kostnadsbesparingen relativt sett med att låna på kortare löptider och tvärtom. Samtidigt får en ränteuppgång snabbare genomslag på räntekostnaderna när upplåningen har skett på korta löptider. Detta ökar risken för variationer i räntekostnaderna. På senare år bedöms kostnadsfördelen med att välja kortare räntor ha minskat eftersom lutningen på avkastningskurvan är relativt flack. Dessutom är räntenivåerna under noll. I mars 2020 var statsobligationsräntorna negativa för alla löptider. Detta mönster för avkastningskurvan är mycket ovanligt, men har på senare år inträffat vid flera tillfällen. Investerarna har anpassat sina förväntningar om att reporäntan ska vara låg under en längre tid. Detta innebär en liten skillnad mellan räntor på obligationer med lång och kort löptid. Senare under våren 2020 steg den svenska tioåriga statsobligationsräntan något och har fram till september fluktuerat kring noll.

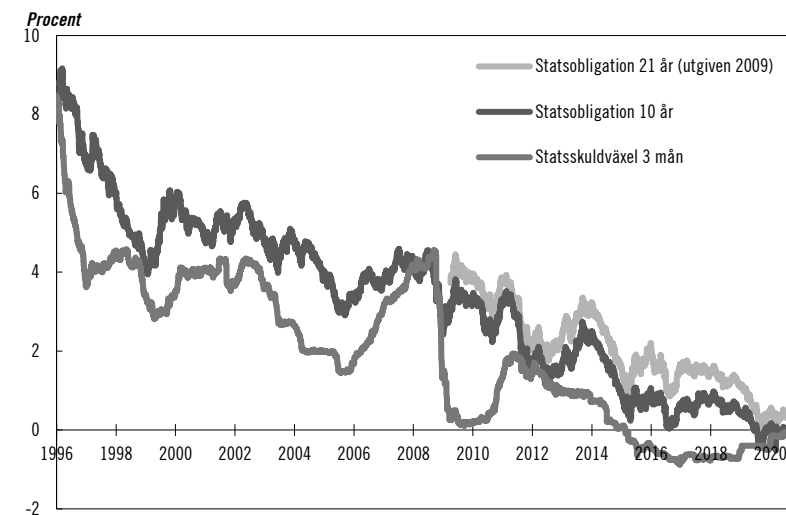
Avkastningskurvans nivå har normalt inte betydelse för valet av löptid utan snarare det relativa priset som nämnts ovan. I vissa extraordinära fall har dock räntenivån påverkat löptidsstyrningen. Så skedde t.ex. våren 2009 då Riksgäldskontoret gavs möjlighet att emittera ett 30-årigt obligationslån, bl.a. i syfte att låsa in låga långräntor.

Riksbanken har de senaste åren fört en expansiv penningpolitik med sikte på det penningpolitiska målet om två procents inflation. I februari 2015 sänktes reporäntan till -0,10 procent, för att ytterligare sänkas stegvis till som lägst -0,50 procent från februari 2016 till slutet av 2018. I januari 2019 höjde Riksbanken reporäntan till -0,25 procent för att ett år senare, i januari 2020, höja reporäntan till 0 procent. För att i följderna av

coronapandemin skapa förutsättningar för en återhämtning av svensk ekonomi väntas reporäntan lämnas oförändrad på noll procent under de närmaste åren.

Efter en tid av ökad turbulens på de finansiella marknaderna i samband med pandemins utbrott i februari och mars, har perioden under våren och sommaren präglats av återhämtning. Flera centralbanker har genomfört omfattande stödåtgärder. Av penningpolitiska skäl har Riksbanken även köpt statsobligationer i syfte att sänka räntenivåerna utefter hela avkastningskurvan. Volymen av Riksbankens köp uppgår till 591 miljarder kronor i slutet av september 2020.

Figur 2.4 Svensk statsränta 1996–2020



Källa: Macrobond

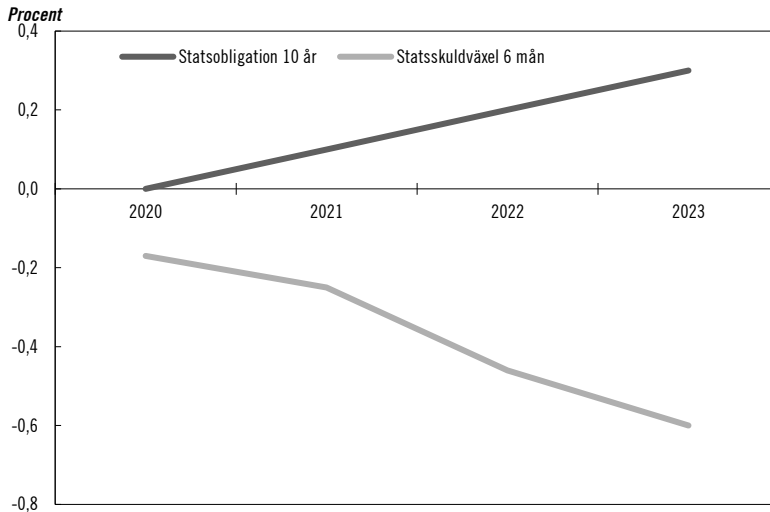
Av figur 2.4 framgår att statsräntorna fallit kraftigt sedan 2014, framför allt för de länge löptiderna. Den korta räntan, som följer reporäntans riktning, har inte fallit lika markant medan de längre räntorna periodvis har fortsatt ner.

I september 2020 var räntan på en tremånaders statsskuldväxel -0,13 procent, för den tioåriga statsobligationen 0,01 procent och för den tjugoåriga statsobligationen 0,34 procent.

Regeringens prognos för ränteutvecklingen

I budgetpropositionen för 2021 räknar regeringen med fortsatt låga räntor under prognoshorisonten fram till slutet av 2023. Årsgenomsnittet för statsskuldväxlar med sex månaders löptid bedöms sjunka från -0,2 procent 2020 till -0,6 procent 2023. Årsgenomsnittet för statsobligationer med tio års löptid bedöms stiga från 0,0 procent till 0,3 procent under samma period, se figur 2.5

Figur 2.5 Regeringens prognos för svensk statsränta, årsgenomsnitt 2020–2023



Källa: Budgetpropositionen för 2021 (prop. 2020/21:1)

Likviditeten på låne­marknaderna

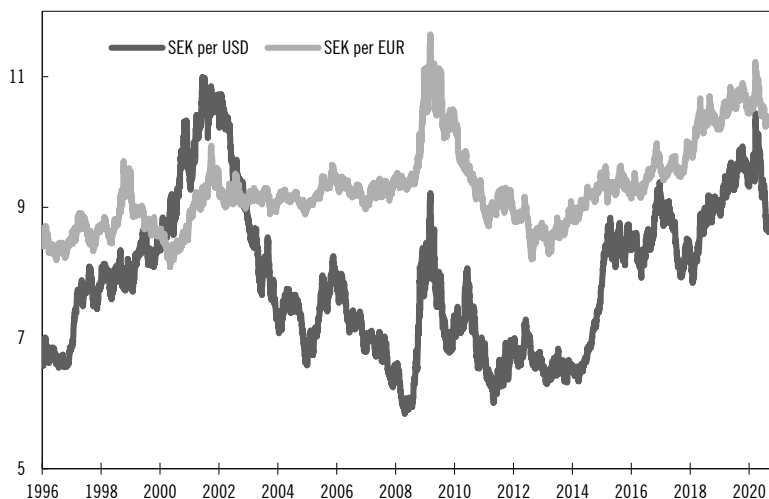
Som nämnts i avsnitten ovan har statsskulden som andel av BNP generellt sett minskat fram till 2019. Prognoserna pekar nu mot att statsskulden, efter en kraftig ökning till följd av coronapandemin återgår till att minska årligen. Den beräknas uppgå till 24,9 procent av BNP 2023. En relativt liten statsskuld och ett lågt upplåningsbehov kan påverka tillgången till olika lånekanaler, vilket kan medföra en sämre låneberedskap på sikt och därmed även ökade upplåningskostnader.

Riksgäldskontoret har på olika sätt arbetat för att mildra de negativa effekterna av en ansträngd likviditet och sett över och kompletterat de marknadsvårdande faciliteterna. Likviditeten på låne­marknaderna är dock en viktig parameter att fortsätta bevaka i statsskuld­förvaltningen.

2.5 Den svenska kronan

Valutaskuldens storlek uttryckt i kronor påverkas av den svenska kronans värde i förhållande till de valutor som valutaskulden är exponerad mot. Valutakursen för den svenska kronan påverkas av efterfrågan på den internationella valutamarknaden. Under 2018 och 2019 försvagades kronan mot både amerikanska dollarn och euron. Kronan har stärkts under våren och sommaren, bl.a. till följd av mindre oro på de finansiella marknaderna och lägre ränteskillnader mot omvärlden.

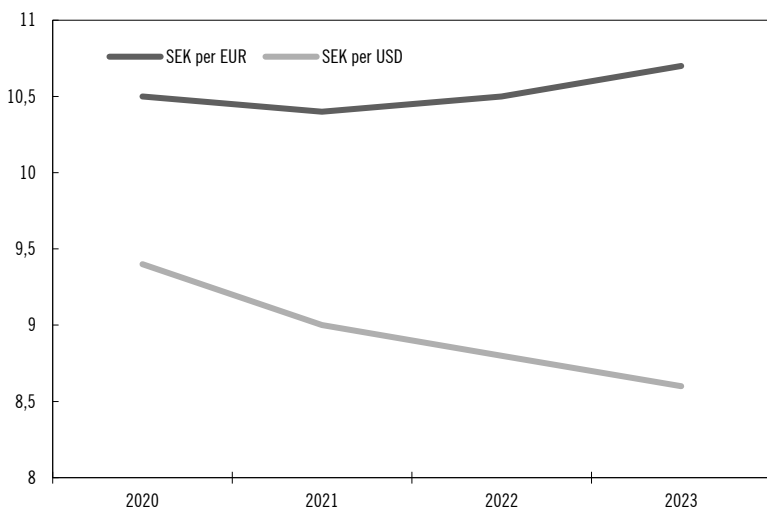
Figur 2.6 Kronans utveckling fr.o.m. 1996



Källa: Macrobond/Riksbanken

I budgetpropositionen för 2021 räknar regeringen med att kronan är relativt oförändrad i nivå under 2020 och 2021. Mot slutet av prognosperioden beräknas kronan försvagas något mot euron men stärkas gentemot dollarn. Årsgenomsnittet för svenska kronor per euro beräknas till 10,5 under 2020 och till 10,7 under 2023. Under samma period förväntas kronan stärkas från 9,4 till 8,6 gentemot dollarn, se figur 2.7.

Figur 2.7 Regeringens prognos för kronan, årsgenomsnitt 2020–2023



Källa: Budgetpropositionen för 2021 (prop. 2020/21:1)

2.6 Riksbankens yttrande över Riksgäldskontorets förslag

Enligt budgetlagen ska regeringen låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning (5 kap. 6 §). Riksbanken har inga invändningar mot Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2021–2024.

3 Skälen för regeringens beslut

3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskultsförvaltningen

Avvägningen mellan kostnad och risk fastställs i de årliga riktlinjerna och ska enligt dessa främst göras genom valet av skuldens sammansättning och löptid (punkt 19). Det överordnade kostnadsmålet är den genomsnittliga emissionsräntan (punkt 20) och det överordnade riskmålet avser variationen i detta mått (punkt 21).

En låg statsskuld är en viktig faktor för att säkerställa en låg kostnad för statsskulden. Även räntenivåerna vid den tidpunkt som skuldinstrumenten ges ut har stor betydelse för kostnaden. Också valutakursrörelser påverkar statsskuldens kostnader, eftersom en del av statsskulden är exponerad mot utländsk valuta. På motsvarande sätt påverkas realskuldens kostnader av hur inflationen (KPI) utvecklas.

Den globala och svenska räntenedgången sedan den senaste finanskrisen har bidragit till kraftigt minskade kostnader för statsskulden. Även om statsskulden nu förväntas öka är det från en låg nivå. Räntorna är fortsatt mycket låga och väntas så vara. Kostnadsvariationen är därför av mindre betydelse än vid t.ex. 90-talskrisen. Regeringen styr i riktlinjerna exponeringen mot olika risker, men ger samtidigt Riksgäldskontoret en flexibilitet i hur finansieringen ska genomföras. Riksgälden kan därför låna i de skuldinstrument med de löptider som är bäst utifrån förutsättningarna och via derivatinstrument hålla riskerna inom riktlinjerna. I tidigare riktlinjer har regeringen renodlat styrningen för att tydliggöra den övergripande risknivån. Denna flexibilitet är av särskild vikt för att hålla nere upplåningskostnaderna när lånebehovet ökar.

3.2 Valutaexponeringen lämnas oförändrad

I riktlinjebeslutet för 2020–2022 fastställdes att valutaexponeringen skulle lämnas oförändrad jämfört med tidigare riktlinjer om att minska valutaexponeringen. Regeringen ansåg att minskningen av statsskuldens valutaexponering skulle upphöra i avvaktan på Riksgäldskontorets analys av statsskuldens strategiska valutaexponering. Detta då den överraskande utvecklingen av bl.a. räntor, löptidspremier och valutor hade gjort att Riksgäldskontoret i sina förslag till riktlinjer för 2020–2023 aviserat att

myndigheten avsåg att genomföra en ny analys av valutaexponeringens strategiska storlek. Riksgäldskontoret ansåg att de förutsättningar som låg till grund för den senaste analysen av statsskuldens valutaexponering, som genomfördes inför riktlinjebeslutet för 2015, hade förändrats och att det fanns signaler om ett strukturellt skifte på de finansiella marknaderna. Bedömningarna om fördelar respektive nackdelarna med en valutaexponering i statsskuden kunde därför ha förändrats och det fanns därför skäl att analysera om statsskuldens strategiska valutaexponering borde förändras.

De tidigare riktlinjerna baserades på en analys som genomfördes inför riktlinjebeslutet för 2015. Den visade att valutaexponeringen inte systematiskt kunde bidra till att sänka kostnaden för statsskuden. Riksgäldskontoret konstaterade att det inte fanns något skäl att ta valutarisk om det inte leder till någon förväntad besparing. Valutarisken bedömdes dock inte utgöra något stort problem eftersom nivån på valutaskulden redan var väsentligt lägre än den varit historiskt sett och räntorna på statsskuden stod för en förhållandevis liten del av statens budget. Eftersom det bedömdes att det inte fanns någon kostnadsbesparing, fastslogs det i riktlinjerna att valutaexponeringen succesivt skulle minska de närmaste åren.

I årets riktlinjeförslag har Riksgäldskontoret redovisat resultatet av den första delen av den aviserade översynen. Den utgörs av en uppdaterad och fördjupad analys av valutaexponeringen baserad på historiska data. Riksgäldskontorets analys bekräftar resultatet av den tidigare analysen som låg till grund för att valutaskulden minskades mellan 2015 och 2019, att valutaexponering entydigt leder till ökad kostnadsvariation. Om valutaskulden inte samtidigt leder till en besparing blir slutsatsen att det inte går att motivera någon valutaexponering i statsskuldens långsiktiga sammansättning.

Riksgäldskontorets slutsats från den första delen av översynen är därför att valutaexponeringen bör fortsätta att minska. För att avgöra om valutaexponeringen ska fortsätta minska behöver man dock även beakta mer framåtblickande aspekter och förutsättningar. Detta kommer att ingå i den andra delen av översynen i vilken Riksgäldskontoret kommer att göra en framåtblickande analys av huruvida de historiska sambanden kan antas gälla även framöver eller om förutsättningarna ser annorlunda ut. Resultatet kommer att presenteras i riktlinjeförslaget för 2022–2025.

När minskningen av valutaexponeringen påbörjades 2015 var valutaskulden närmare 200 miljarder kronor. Valutaskulden har sedan dess minskat med ungefär hälften och uppgick i september 2020 till ca 95 miljarder. Risken med att behålla nuvarande valutaexponering bedöms därför som mycket begränsad.

Mot bakgrund av det ovan sagda anser regeringen att det är lämpligt att behålla den nuvarande nivån på valutaexponeringen, i vart fall till dess att den andra delen av översynen är genomförd.

3.3 Förtydligande rörande valutaexponeringen

Som nämnts ovan beslutade regeringen i riktlinjerna för 2020–2023 att valutaexponeringen skulle lämnas oförändrad. Eftersom Riksgäldskontoret, bl.a. i sin roll som statens internbank, har behov av att hantera löpande förändringar i valutaexponeringen kan valutaskulden på kort sikt variera. Detta beror på att Riksgäldskontoret sprider valutaväxlingarna över tiden i stället för att göra dem direkt då behov uppstår. Anledningen till detta är att valutahanteringen ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet (se riktlinjepunkt 35). Att valutaväxlingarna sprids över tid påverkar inte den långsiktiga nivån på valutaexponeringen. Därför innebär tillägget till årets riktlinjer endast ett förtydligande och ingen ändring av regeringens styrning avseende valutaexponeringen.

3.4 Styrningen av löptiden förblir oförändrad

Löptiden, mätt som duration, för statsskulden ska vara mellan 3,5 och 6 år.

De senaste årens justeringar för att renodla styrningen har syftat till att tydliggöra den övergripande risknivån. För att vara transparent mot marknadens aktörer fastställer Riksgäldskontoret interna riktlinjer för valutaskuldens löptid och för real och nominell kronskuld var för sig.

I riktlinjerna för statsskulden för 2018–2021 togs volymmålet för obligationer med lång löptid bort och ersattes av ett löptidsintervall för hela den nominella kronskulden. I riktlinjerna för 2019–2022 fortsatte renodlingen genom att löptiden för den reala och den nominella skulden slogs ihop. Bakgrunden till sammanslagningen var att strategin gällande löptid hade förändrats till att vara densamma för både reala och nominella obligationer. Det saknades då skäl att styra realskulden separat.

I riktlinjerna för 2020–2023 beslutades ett gemensamt styrintervall för hela statsskulden för att separera valet av skuldandelar från statsskuldens löptid. Med det gemensamma styrintervallet blir det tydligare vilken löptid och därmed vilken nivå på ränteomsättningsrisk som ska gälla för statsskulden, oberoende av om andelarna skulle ändras. Ekonomistyrningsverket framförde i rapporten Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2015–2019 (2020) att förändringarna även inneburit mer ändamålsenliga riktlinjer.

Den renodlade styrningen ger Riksgäldskontoret möjlighet att anpassa upplåningen efter hur efterfrågan ser ut och kan på så vis hålla nere upplåningskostnaderna. Med tanke på effekterna på statsskulden till följd av coronapandemin och den höga osäkerhet om skuldutvecklingen de närmaste åren, är det viktigt att Riksgäldskontoret har den flexibilitet som krävs för att möta ett ökat upplåningsbehov.

Regeringen anser därför inte att det finns skäl till att förändra styrningen av löptiden.

3.5 Andelen real kronsskuld behålls oförändrad

Regeringen ser inte skäl att ändra styrningen av kronsskuldens samman var för sig sättning. Styrningen innebär att andelen real kronsskuld långsiktigt ska styras mot 20 procent (punkt 11). Statsskuldens resterande andel (för närvarande ca 59 procent) ska utgöras av nominell kronsskuld.

Osäkerheten om skuldutvecklingen de närmaste åren är stor. Riksgäldskontoret planerar därför att möta det ökade upplåningsbehovet genom främst en ökning av den kortfristiga upplåningen i nominella instrument. Marknaden för reala obligationer bedöms enligt Riksgäldskontoret inte ackommodera en snabb ökning av emissionsvolymerna eftersom bl.a. likviditeten är sämre. Andelen real kronsskuld väntas därför falla under riktvärdet. På några års sikt väntas skulden minska igen och om stocken av reala obligationer då har vuxit kan andelen i stället bli för hög.

Ekonomistyrningsverket framförde i myndighetens utvärdering av statsskuld förvaltningen att det finns skäl att analysera realskuldens bidrag till måluppfyllelsen (Utvärdering av statens upplåning och skuld förvaltning 2015–2019, 2020). I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2020–2023 analyserades om andelen realskuld bör ändras. Analysen visade att det inte finns några systematiska kostnadsskillnader mellan real och nominell upplåning utan att valet av andel därför handlar om att väga olika risker för att säkerställa god beredskap och långsiktigt låga kostnader. Med de befintliga riktlinjerna och den ökande statsskulden väntas stocken av realobligationer minska. Utvecklingen av statsskulden är dock osäker de närmaste åren. Regeringen ser mot denna bakgrund inga skäl att ändra styrningen av andelen realskuld.

I sammanhanget kan nämnas att Riksgäldskontoret den 1 september 2020 genomförde en emission av statliga gröna obligationer. De statliga gröna obligationerna omfattas av de övergripande riktlinjerna för statsskuldens sammansättning och löptid.