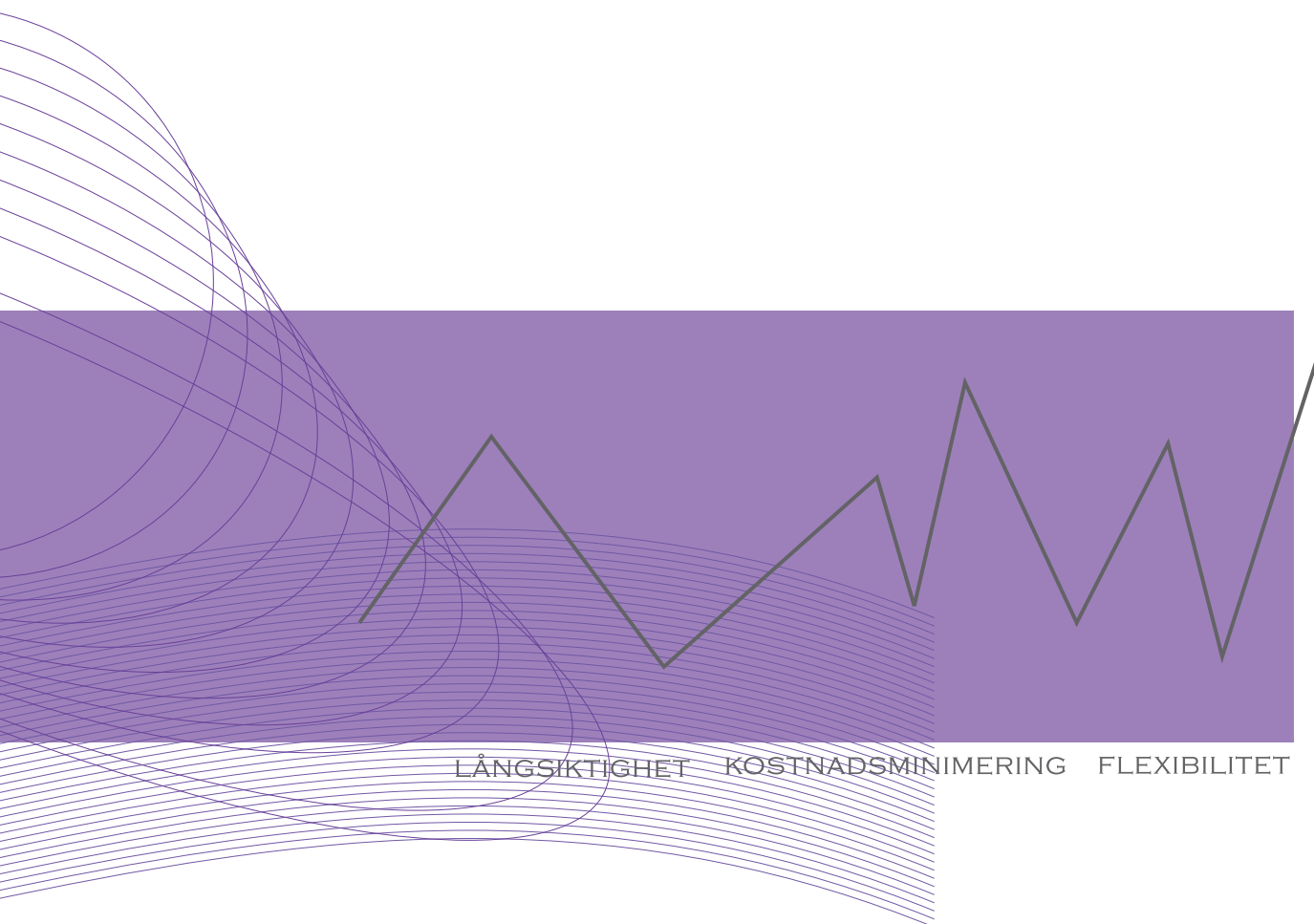


# 2013

# RIKTLINJER FÖR STATSSKULDENS FÖRVALTNING 2013

Beslut vid regeringssammanträde  
den 15 november 2012



## Innehållsförteckning

Sammanfattning.....	2
1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2013.....	4
1.1 Statsskuldens förvaltningens mål.....	4
1.2 Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål.....	5
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.....	9
1.11 Medelsförvaltning m.m.....	9
1.12 Samråd och samverkan.....	9
1.13 Utvärdering.....	10
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 Statsskuldens kostnad och risk.....	17
3.2 Statsskuldens sammansättning.....	18
3.3 Statsskuldens löptid.....	19
3.4 Styrning av refinansieringsrisker.....	20
3.5 Positionstagande.....	21
3.6 Lån för att tillgodose behovet av statslån.....	22

# Sammanfattning

## *Inriktning för statsskuldspolitiken ligger fast*

Riktlinjebeslutet för 2013–2016 innebär att den statsskuldspolitiska inriktningen ligger fast. Statsskuldens andelar och räntebindningstid behålls oförändrade. Förra årets riktlinjebeslut innebar ökad fokusering på robustheten i statsskuldförvaltningen. Årets riktlinjer kompletteras så att det uttryckligen framgår att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden. Vidare höjs det långsiktiga riktmärket för den utestående volymen instrument i nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall från 60 till 70 miljarder kronor.

## *Statsskuldens sammansättning ska styras mot*

- Valutaskuld: 15 procent
- Real kronskuld: 25 procent
- Nominell kronskuld ska utgöra resterande andel (60 procent)

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

- Valutaskuld: räntebindningstid 0,125 år
- Real kronskuld: räntebindningstid 7–10 år
- Nominell kronskuld:
  - instrument med upp till 12 år till förfall: räntebindningstid 2,7–3,2 år
  - instrument med mer än 12 år till förfall: riktvärde för utestående volym 70 miljarder kronor

## *Mandatet för positioner i den svenska kronkursen*

Riksgäldskontorets mandat för positioner i den svenska kronans valutakurs sänks från 15 till 7,5 miljarder kronor. Beslutet innebär att risken för förluster inom positionsverksamheten begränsas.

## *Refinansieringsrisker i statsskuldförvaltningen*

Löptiden i statsskulden styrs i huvudsak i termer av räntebindningstid. För instrument i nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall styrs den utestående volymen med ett riktvärde.

En stor del av de nominella statsobligationerna i kronor omvandlas till kort löptid med hjälp av swappar. På så sätt begränsas refinansieringsrisken samtidigt som kostnadsfördelarna med en kortare räntebindningstid tas tillvara. För hela statsskulden är den genomsnittliga tiden till förfall ca 6 år, medan den genomsnittliga räntebindningstiden är ca 4 år. Merparten av upplåningen görs i statsobligationer som fördelas över flera lån med olika förfalltidpunkter. På så sätt är det endast en liten del av den utestående skuldstocken som förfaller och måste refinansieras varje år. Refinansieringsrisken begränsas också genom att upplåningen fördelas löpande i små och regelbundna auktioner. Detta innebär att obligationer som förfaller i stor utsträckning finansieras i förväg. Denna ordning är mindre vanlig i andra europeiska länder. Under de senaste åren har stocken statspapper med förfall inom två år halverats vilket också begränsar refinansieringsrisken. Genom upplåningen i utländsk valuta har Riksgäldskontoret en utvecklad kanal till de internationella kapitalmarknaderna. Denna lånekanal ger möjlighet att låna upp stora volymer på kort tid, vilket begränsar både finansierings- och refinansieringsrisken.

## *Upplåning i de längsta löptidssegmenten*

Refinansieringsrisken har på senare år också minskat till följd av att den långa upplåningen ökat. När lånebehovet steg snabbt 2009 ändrades riktlinjerna så att en stor del av ökningen finansierades med 30-åriga obligationer. I riktlinjerna för 2012 infördes ett riktvärde för att öka den utestående volymen nominella kronobligationer med mer än tolv år till förfall. Riktvärdet fastställdes till 60 miljarder kronor och ersatte det tidigare takbeloppet på 65 miljarder kronor. I riktlinjebeslutet för 2013 höjs det långsiktiga riktvärdet till 70 miljarder kronor.

I dag uppgår motsvarande volym till 53 miljarder kronor. Ökningstakten i förhållande till riktvärdet ska vägas mot kostnad och risk för upplåning i andra löptider samt utvecklingen av efterfrågan på långa obligationer. Riksgäldskontoret ska även beakta den statsfinansiella utvecklingen på så sätt att ett ökat lånebehov kan leda till att riktmärket uppnås tidigare än annars.

#### *Intresset för svenska statspapper är stort*

Under de senaste årens finansiella oro har Riksgäldskontoret inte haft några problem att låna. Intresset för svenska statspapper är och har varit stort. De starka statsfinanserna gör att svenska statspapper allt mer kommit att framstå som en trygg placering i takt med tilltagande oro för den statsfinansiella utvecklingen i många andra länder.

#### *Analys av statsskuldens andelar och löptid*

På regeringens uppdrag har Riksgäldskontoret analyserat hur stora andelarna i de olika skuldslagen bör vara vid en betydligt högre respektive lägre statsskuld samt hur löptiden bör hanteras i dessa fall. En kvalitativ analys av frågeställningen redovisades i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2012. I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2013 presenteras en förnyad analys av framför allt valutaskuldens andel. Innan den nuvarande andelen för valutaskulden på 15 procent omprövas bör kostnads- och finansieringsriskaspekterna analyseras djupare. Riksgäldskontoret ska redovisa en sådan analys i riktlinjeförslaget för 2014. Ytterligare skäl att i nuläget avvakta med en förändring av riktlinjerna för valutaskulden är den pågående Utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning – översyn efter erfarenheter från den finansiella krisen (Fi 2011:12). Resultatet av utredningen kan komma att påverka Riksgäldskontorets valutaexponering samt myndighetens roll i finansieringen av valutareserven.

#### *Statsskuldens storlek och kostnader*

Vid 2012 års början uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 158 miljarder kronor. I budgetpropositionen för 2013 beräknas den

okonsoliderade statsskulden uppgå till 928 miljarder kronor vid slutet av 2016.

De kraftigt fallande marknadsräntorna har tillsammans med de starka svenska statsfinanserna gjort att kostnaden för statsskulden har minskat betydligt. För 2011 uppgick räntekostnaderna för statsskulden till 26 miljarder kronor. I budgetpropositionen för 2013 beräknas räntekostnaderna uppgå till mellan 24 och 28 miljarder kronor per år under perioden 2012–2016.

#### *Avvägningen mellan kostnad och risk*

En mindre statsskuld ger lägre kostnader och därmed mindre variationer i kostnaderna (uttryckt i kronor). Principiellt innebär en låg statsskuld att utrymmet för risktagande ökar i utbyte mot lägre förväntade kostnader. De svenska statsfinanserna bedöms som starka i ett såväl historiskt som internationellt perspektiv. Mot bakgrund av osäkerheten kring den europeiska statsskuldskrisens utveckling ser regeringen dock inte skäl för ökat risktagande i statsskuldsvärdningen.

#### *Riktlinjebeslut och målet för statsskuldspolitiken*

Statsskuldsvärdningen vägleds av det övergripande målet om att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Målet och processen för statsskuldspolitiken framgår av budgetlagen (2011:203).

Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Riksgäldskontoret ska, senast den 1 oktober varje år, lämna förslag till riktlinjer. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag.

I riktlinjebeslutet styr regeringen på en övergripande nivå den förväntade kostnaden och risken i statsskulden. Riksgäldskontoret ansvarar sedan för att strategiska beslut fattas inom ramen för riktlinjerna och att dessa omsätts i den operativa förvaltningen av statsskulden.

# 1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2013

**Sammanfattning:** Riktlinjebeslutet för 2013–2016 innebär att den statsskuldspolitiska inriktningen ligger fast. Statsskuldens andelar och löptider behålls oförändrade. Valutaskulden ska styras mot 15 procent och den reala kronskulden mot 25 procent. Resterande andel (60 procent) ska utgöras av nominell kronskuld. Löptiden i statsskulden styrs i termer av räntebindningstid. För valutaskulden ska räntebindningstiden vara 0,125 år och för den reala kronskulden 7–10 år. Styrningen av den nominella kronskulden delas in på instrument med kortare respektive längre tid än tolv år till förfall. För instrument med upp till tolv år till förfall ska räntebindningstiden vara 2,7–3,2 år. För instrument med mer än tolv år till förfall höjs det långsiktiga riktvärdet för den utestående volymen från 60 till 70 miljarder kronor. I riktlinjerna förtydligas att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisken i förvaltningen av statsskulden. Mandatet för positioner i den svenska kronans valutakurs sänks från 15 till 7,5 miljarder kronor.

Riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2013–2016 framgår nedan. Beslutet för 2014–2016 är att betrakta som preliminärt. Riktlinjeperioden förlängs från tre till fyra år. Från och med 2013 omfattar riktlinjerna samma tidsperiod som budgetpropositionen.

I riktlinjerna fastställer regeringen de övergripande ramarna för statsskuldens förvaltning. Riksgäldskontoret ansvarar för att strategiska beslut fattas inom ramen för riktlinjerna samt att dessa omsätts i den operativa förvaltningen av statsskulden. Av punkterna 1–10 framgår statsskuldens förvaltningens mål, Riksgäldskontorets

uppgift och upplåningens ändamål samt riktlinjeprocessen.

Av punkterna 37–42 framgår reglerna kring medelsförvaltning, samråd och samverkan. Bestämmelser som rör statsskuldens förvaltning finns i budgetlagen (2011:203) och i förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

Regeringen har för avsikt att tillsätta en utredning som bl.a. ska analysera statspappersmarknadens funktion och betydelse för den finansiella stabiliteten. Utredningen kan komma att resultera i förslag om ändringar i nyss nämnda bestämmelser.

## 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 valutaserv.

## 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, fördelning av riskmandatet, valutafördelningen i valutariktmärket samt principer för marknads- och skuldvard.

## 1.4 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
11. Andelen <i>real kronsuld</i> ska långsiktigt vara 25 procent av statsskulden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
12. Andelen <i>valutaskuld</i> ska vara 15 procent av statsskulden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

<p>Styrintervallet kring riktvärdet ska vara <math>\pm 2</math> procentenheter.</p> <p>Om valutaandelen hamnar utanför styrintervallet, ska andelen valutaskuld återföras mot riktvärdet eller innanför intervallet om avvikelsen beror på valutakursrörelser.</p>		
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 2,7 och 3,2 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Omformulerad riktlinje, se avsnitt 3.3
16. För instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall ska riktvärdet för utestående volym vara 70 miljarder kronor.	RGK föreslår att riktvärdet ska vara 60 miljarder kronor	Ändrad riktlinje, se avsnitt 3.3
17. Den reala kronaskuldens löptid ska vara mellan 7 och 10 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
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 punkt 15, 17 respektive 18.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ändrad riktlinje, se avsnitt 3.3

## 1.6 Kostnad och risk

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
20. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
21. Det överordnade kostnads måttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

22. Det överordnade riskmålet ska vara den genomsnittliga emissionsrätterisken.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
23. Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ny riktlinje, se avsnitt 3.4
24. Skuldslagens andelar av statsskulden ska beräknas med ett mått som beaktar samtliga kassaflöden i statsskulden, dvs. även framtida kupongbetalningar och förväntad inflationskompensation.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
25. Löptiden ska mätas med genomsnittlig räntebindningstid där samtliga kassaflöden inklusive förväntad inflationskompensation ingår. Kassaflöden ska inte diskonteras.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
26. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
27. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

## 1.7 Marknads- och skuldvard

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

## 1.8 Positionstagande

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
30. Riksgäldskontoret får ta positioner i <i>utländsk valuta</i> och <i>kronans valutakurs</i> .	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje



Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
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.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
Positioner kan vara strategiska (långsiktiga) eller operativa (löpande).	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
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.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ändrad riktlinje, se avsnitt 3.5
31. Positioner i <i>utländsk valuta</i> begränsas till 450 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
Riksgäldskontoret ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den operativa förvaltningen.		
32. <i>Strategiska 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.	RGK föreslår att mandatet begränsas till 15 miljarder kronor	Ändrad riktlinje, se avsnitt 3.5
33. Operativa positioner i kronor mot andra valutor i samband med växlingar mellan kronor och andra valutor får tas i begränsad omfattning. Riksgäldskontoret ska ange högsta tillåtna omfattning.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

## 1.9 Upplåning på privatmarknaden

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
34. Riksgäldskontoret ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

## 1.10 Lån för att tillgodose behovet av statslån

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
35. 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.	Överensstämmer med regeringens beslut	Kompletterad riktlinje, se avsnitt 3.6
36. 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.

37. 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.*
38. Riksgäldskontoret ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
39. 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

40. 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.*
41. Riksgäldskontoret ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
42. Riksgäldskontoret bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån enligt budgetlagen.

### **1.13 Utvärdering**

43. 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.
44. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bl.a avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.
45. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.
46. För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.
47. Strategiska och operativa positioner inom givet riskmandat 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 från statsskuldens storlek och förväntade utveckling. Från 2012 års början till 2016 års slut beräknas den okonsoliderade statsskulden minska från 1 158 till 928 miljarder kronor (21 procent av BNP). Avkastningskurvan är för närvarande flack och på en historiskt låg nivå.

Styrningen av statsskuld förvaltningen tar sin utgångspunkt i målet för statsskuldspolitiken. Vid utformningen av riktlinjerna beaktas statsskuldens storlek och hur skulden förväntas utvecklas de närmaste åren. I vissa fall kan också situationen på lånemarknaderna och den svenska kronans växelkurs ha betydelse för riktlinjernas utformning. Målet för statsskuldspolitiken, liksom upplåningens ändamål och processen, fastställs i 5 kap. budgetlagen (2011:203), se avsnitt 1.1–1.3.

Det åligger regeringen att fastställa risknivån i statsskuld förvaltningen. Generellt gäller att starka statsfinanser och en låg statsskuld ökar utrymmet för risktagande i utbyte mot lägre förväntade kostnader. Primärt för avvägningen mellan kostnad och risk är vilken löptid som väljs. Avkastningskurvan antas ha en positiv lutning över tiden. Detta innebär att den genomsnittliga kostnaden förväntas bli lägre vid en kortare löptid samtidigt som risken i förvaltningen stiger (och tvärtom). Den absoluta räntenivån kan beaktas i vissa fall.

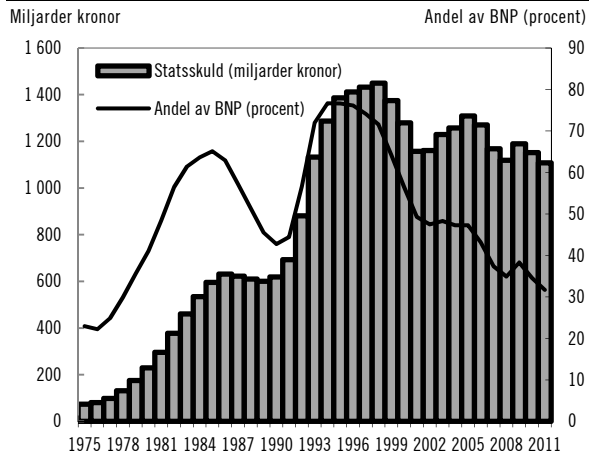
I syfte att sänka kostnaden för statsskulden har Riksgäldskontoret möjlighet att inom givna mandat fatta beslut om avvikelser från riktvärdena. Avvikelserna görs med derivat och definieras som positioner. Positionerna utvärderas separat och får inte tas på den svenska räntemarknaden.

### 2.1 Statsskulden

#### *Statsskuldens historiska utveckling*

Statsskulden är ett resultat av att statens budget historiskt visat större underskott än överskott. Förenklat ökar statsskulden när statens budget visar underskott och minskar när budgeten visar överskott. Statsskulden har som andel av BNP ökat kraftigt under två perioder. Den första perioden varade från mitten av 1970-talet till mitten av 1980-talet och uppkom till följd av internationell konjunkturedgång och kraftigt höjda oljepriser. Statsskulden som andel av BNP steg då från 22 till 65 procent. Den andra perioden av kraftigt stigande statsskulden infann sig under 1990-talets första hälft. Denna gång föranleddes skuldökningen av den inhemska finans- och fastighetskrisen. Som andel av BNP steg statsskulden under denna period från 43 till 77 procent (diagram 1).

**Diagram 1. Okonsoliderad statsskuld 1975–2011**



Källa: Riksgäldskontoret

I kronor räknat var den okonsoliderade statsskulden som störst 1998. Skulden uppgick då till 1 449 miljarder kronor. Vid slutet av 2011 hade den okonsoliderade statsskulden minskat till 1 108 miljarder kronor vilket motsvarar 1 158 miljarder kronor, enligt de nya redovisningsprinciper för statsskulden som tillämpas fr.o.m. 2012 (se nedan).

Statsskulden har som andel av BNP minskat varje år sedan 1996, med undantag för 2009.<sup>1</sup> Vid utgången av 2011 motsvarade den okonsoliderade statsskulden 31,7 procent av BNP.

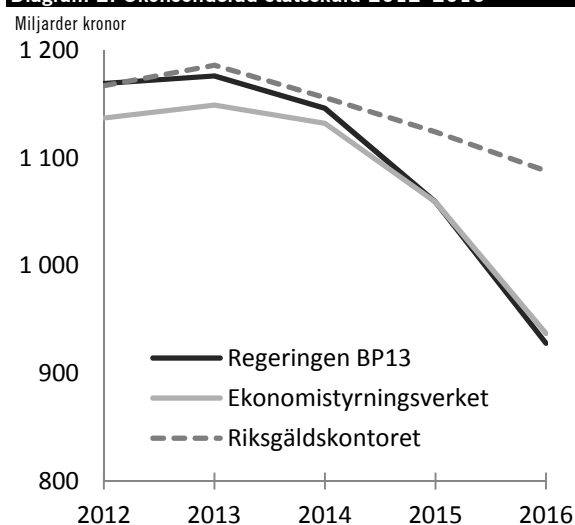
#### *Statsskuldens utveckling fram till 2016*

Det finns flera officiella bedömare som gör prognoser över offentliga finanser. Regeringen, Ekonomistyrningsverket och Riksgäldskontoret är tre av dem. Syftet, tidshorisonten och metoder skiljer sig åt i de olika prognoserna. Regeringens prognoser är en del i den politiska processen och utgör grund till riksdagsbeslut om skatter och utgifter. Ekonomistyrningsverkets prognoser syftar till att utgöra besluts- och diskussionsunderlag för finanspolitiken. Ekonomistyrningsverkets prognoser utgår från fattade beslut och lagförslag, samt i vissa fall åtgärder som regering och riksdag aviserat. Riksgäldskontorets prognoser ligger till grund för låneplaneringen. I dessa prognoser redovisas hur statens lånebehov och låneplaner hänger samman, vilket bidrar till ökad transparens gentemot investerarna. Regeringens och Ekonomistyrningsverkets prognoser omfattar innevarande år och de fyra närmast följande åren. Riksgäldskontorets prognoser avser de närmaste två åren.

I budgetpropositionen för 2013 beräknas den okonsoliderade statsskulden vid utgången av 2016 uppgå till 928 miljarder kronor (21 procent av BNP). Ekonomistyrningsverkets prognos pekar på att den okonsoliderade statsskulden uppgår till 937 miljarder kronor vid samma tidpunkt, medan Riksgäldskontorets beräkningar pekar på att statsskulden uppgår till 1 088 miljarder kronor vid utgången av 2016. Riksgäldskontorets prognos för 2012 och 2013

kommer från statsupplåningsrapporten som publicerades i juni 2012. För åren 2014, 2015 och 2016 bygger Riksgäldskontorets prognos på en förenklad teknisk beräkning där man utgår från att överskottsmålet för den offentliga sektorn uppfylls varje år. I dessa beräkningar antas att överskott utöver målsatt nivå används till utgiftsökningar eller inkomstminskningar. Detta gör att Riksgäldskontorets tekniska beräkningar markant avviker från regeringens och Ekonomistyrningsverkets prognoser.

**Diagram 2. Okonsoliderad statsskuld 2012–2016**



Källa: Riksgäldskontoret

#### *Risker för en sämre statsfinansiell utveckling*

Det råder stor osäkerhet om konjunkturutvecklingen. Riskerna för en svagare utveckling bedöms sammantaget dominera i förhållande till det huvudscenario som redovisas i budgetpropositionen för 2013 (prop. 2012/13:1). En svagare konjunkturutveckling leder till sämre statsfinanser och en högre statsskuld.

Osäkerheten är främst kopplad till hur statsskuldskrisen i euroområdet kommer att utvecklas, hur länge den kommer att bestå samt hur den kommer att påverka världsekonomin. Det är också svårt att bedöma i vilken utsträckning förändringar i världsekonomin påverkar efterfrågan på svenska varor och tjänster. Det finns också en betydande osäkerhet om hur det europeiska banksystemet skulle klara en förvärrad ekonomisk utveckling. Vidare råder osäkerhet kring den svenska växelkursens utveckling. I takt med en tilltagande oro för den statsfinansiella utvecklingen i många länder har den svenska kronan stärkts, främst gentemot euron. En viktig förklaring till

<sup>1</sup> Den tillfälligt högre skuldkvoten 2009 berodde till stor del på den upplåning Riksgäldskontoret tog upp för Riksbankens räkning i syfte att stärka valutarenserv.

kronförstärkningen är Sveriges relativa styrka med långsiktigt hållbara statsfinanser och relativt höga tillväxt. Om kronan stärks betydligt mer än vad som är huvudscenariot i budgetpropositionen för 2013, kan det medföra sämre exporttillväxt och högre import.

Det är också möjligt att återhämtningen kommer tidigare och blir starkare än förväntat. Ett sådant scenario skulle medföra en starkare tillväxt och lägre arbetslöshet. Det är också möjligt att Sveriges starka offentliga finanser, hushållens goda balansräkningar och konkurrenskraftiga företag medför att Sverige har en större motståndskraft mot skuldskrisen än vad som förutses i budgetpropositionens huvudscenario.

#### *Maastrichtskulden*

Vid jämförelser av EU-länders offentliga skuldsättning används den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskulden). För svenska förhållande innebär definitionen att statsskulden och den kommunala sektorns skulder på kapitalmarknaden räknas samman, med avdrag för AP-fondernas innehav av statsobligationer.

För Sveriges del uppgick Maastrichtskulden till 38,4 procent av BNP vid slutet av 2011. För EU som helhet var motsvarande andel 82,5 procent och för euroområdet 87,2 procent.

#### *Olika mått på statsskulden*

Statsskulden mäts på olika sätt beroende på måttets syfte. I detta avsnitt redovisas det officiella måttet okonsoliderad statsskuld. Det är denna skuld Riksgäldskontoret förvaltar. I budgetpropositionen använder regeringen i huvudsak måttet konsoliderad statsskuld, vilket visar statens skuld till aktörer utanför staten. Skillnaden mellan okonsoliderad och konsoliderad statsskuld utgörs av statliga myndigheters innehav av statspapper. Vid 2011 års utgång uppgick detta innehav till 32 miljarder kronor. Båda måtten visar statens framtida åtaganden i termer av summerade nominella slutbelopp för Riksgäldskontorets utestående låneinstrument, med respektive utan myndigheternas innehav.

För styrning av statsskulden används sedan 2007 måttet statsskuldens summerade kassaflöde (SSK-måttet). Detta mått mäter risken i statsskulden genom att omfatta framtida åtaganden i termer av kassaflöden. Förutom

nominella slutbelopp ingår även kupongbetalningar och inflationskompensation. En annan viktig skillnad jämfört med måtten okonsoliderad och konsoliderad statsskuld är att SSK-måttet inkluderar kassaflöden från tillgångar som ligger inom Riksgäldskontorets skuldförvaltning. Denna typ av tillgångar har under perioder ökat till följd av t.ex. extraupplåning i statsskuldväxlar (hösten 2008) och vidareutlåning till Riksbanken (från våren 2009). De styrande andelarna för statsskuldens sammansättning liksom riktvärdena för löptiden i de olika skuldslagen baseras på SSK-måttet.

#### *Förändrade redovisningsprinciper för statsskulden*

I januari 2012 genomförde Riksgäldskontoret förändringar i redovisningen av statsskulden. Syftet med förändringarna var att uppnå en mer konsekvent och tydlig redovisning. Förändringarna medför att den redovisade skulden blir något större, eftersom utestående säkerheter och s.k. omvända repor i svenska statspapper inkluderas. Redovisningsförändringen påverkar inte den faktiska skuldsättningen eller de utgifts- och kostnadsmissiga räntorna på statsskulden. Statens budgetsaldo, Maastrichtskulden och det finansiella sparandet påverkas inte heller.

Ändringen innebär att den redovisade statsskulden blev nära 50 miljarder kronor högre vid 2012 års början jämfört med tidigare. Mätt som andel av BNP motsvarar detta 1,5 procent. Den officiella nivån på statsskulden 2011 och tidigare kommer inte att ändras till följd av de förändrade redovisningsprinciperna.

#### *Slutsatser*

Samtidigt som prognoserna pekar på en fallande statsskuld finns också stora risker för att konjunkturutvecklingen och därmed statsfinanserna kan bli svagare. Osäkerheten är främst kopplad till hur statsskuldskrisen i euroområdet kommer att utvecklas, hur länge den kommer att bestå samt hur den kommer att påverka världsekonomin och därmed efterfrågan på svenska varor och tjänster.

Sammantaget innebär detta att det ökade utrymmet för risktagande i statsskuld-förvaltningen, som följer av att statsskuldens betydelse för statsfinanserna minskar, inte bör utnyttjas.

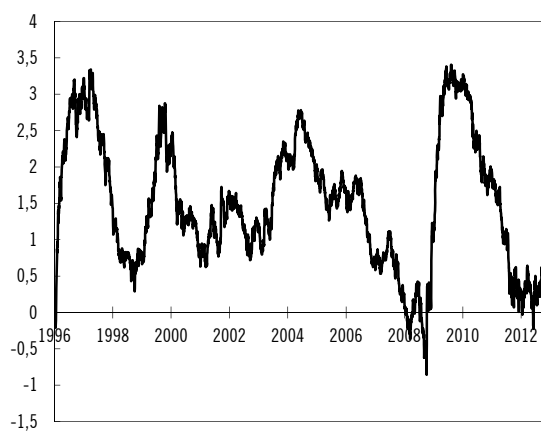
## 2.2 Lånemarknaderna

### *Avkastningskurvans lutning*

Avkastningskurvan beskriver räntan för olika löptider. Räntan på längre löptider är i regel högre än på kortare löptider, eftersom investerare kräver en premie för att låsa in pengar över en längre tid. 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 får snabbare genomslag eftersom skulden omsätts oftare. En kortare upplåning gör därmed att den förväntade variationen i räntekostnaderna ökar.

Avkastningskurvans lutning kan beskrivas som skillnaden mellan nivån på tioåriga statsobligationer och tremånaders statsskuldväxlar. För närvarande är den tioåriga statsobligationsräntan ca 0,5 procentenheter högre än räntan på tremånaders statsskuldväxlar (1,5 – 1,0). Skillnaden är för närvarande mindre än normalt, sett ur ett historiskt perspektiv (diagram 3). Förklaringen är framför allt att de långa räntorna är på historiskt låga nivåer (diagram 4).

**Diagram 3. Skillnaden mellan svenska statsräntor på tio år respektive tre månader fr.o.m. 1996**



Källa: Reuters EcoWin

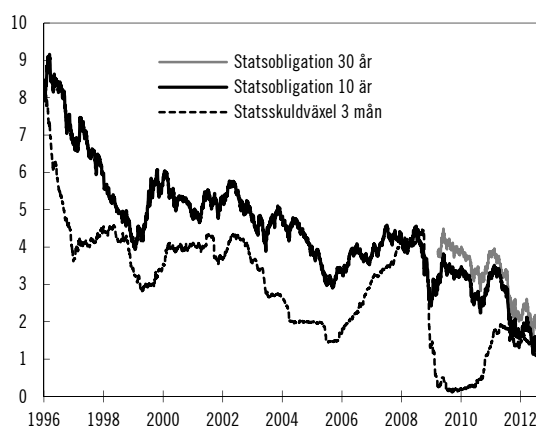
### *Avkastningskurvans nivå*

Avkastningskurvans nivå är av underordnad betydelse för det långsiktiga 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 kan dock räntenivån påverka löptidsstyrningen.

Så skedde t.ex. våren 2009 då regeringen, i syfte att låsa in låga räntor, öppnade möjligheten för Riksgäldskontoret att emittera ett 30-årigt obligationslån.

I diagram 4 framgår de historiska nivåerna för den 30-åriga statsobligationen (som emitterades våren 2009), 10-åriga statsobligationer samt 3-månaders statsskuldväxel.

**Diagram 4. Svensk statsränta fr.o.m. 1996**



Källa: Reuters EcoWin

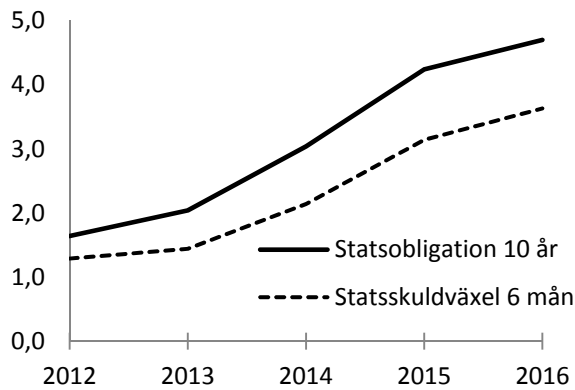
### *Regeringens prognos för ränteutvecklingen*

I budgetpropositionen för 2013 räknar regeringen med att Riksbanken fortsätter att föra en expansiv penningpolitik de närmaste åren. Det låga resursutnyttjandet 2012 och 2013 samt det låga inflationstrycket talar för detta. I takt med att resursutnyttjandet och inflationen stiger räknar regeringen med att en normalisering av reporäntan påbörjas. Riksbanken har sex schemalagda penningpolitiska beslut per år. Vid det senaste beslutet den 24 oktober 2012 beslutades att reporäntan tills vidare ska vara 1,25 procent. I budgetpropositionen för 2013 räknar regeringen med att reporäntan höjts till 3,50 i slutet av 2015, för att sedan vara oförändrad under 2016.

I takt med att den europeiska statsskuldskrisen har fördjupats, har de starka svenska statsfinanserna gjort att svenska statspapper allt mer har kommit att framstå som en trygg placering. Räntan på svenska statspapper har i och med det sjunkit till rekordlåga nivåer. De långa räntorna bedöms vara låga även de närmsta åren. Utvecklingen för de svenska långa räntorna antas följa utvecklingen för motsvarande räntor i andra länder med sunda statsfinanser. Det låga utgångsläget innebär dock att de långa räntorna

bedöms bli mer än dubbelt så höga i slutet av beräkningsperioden jämfört med i dag.

**Diagram 5. Regeringens prognos för svenska statsränta vid slutet av åren 2012–2016**



Källa: Budgetpropositionen för 2013 (prop. 2012/13:1)

### Slutsatser

Generellt gäller att en kortare räntebindningstid leder till lägre förväntade kostnader eftersom avkastningskurvan över tiden antas ha en positiv lutning. En kortare räntebindningstid innebär dock att ränteomsättningsrisken ökar.

Lutningen på avkastningskurvan har under hösten varit svagt positiv. Regeringen förväntar att avkastningskurvan kommer att bli något brantare de närmaste åren. Räntenivåerna är i dag historiskt låga i Sverige och andra länder med sunda offentliga finanser. I takt med att resursutnyttjandet och inflationen stiger räknar regeringen med att både korta och långa räntor stiger. Beslut om hur bedömningar av räntans utveckling ska påverka den löpande statsskuld förvaltningen är delegerade till Riksgäldskontoret inom ramen för tilldelade positionsmandat (se punkterna 30, 31 och 33 i riktlinjerna samt avsnitt 3.5).

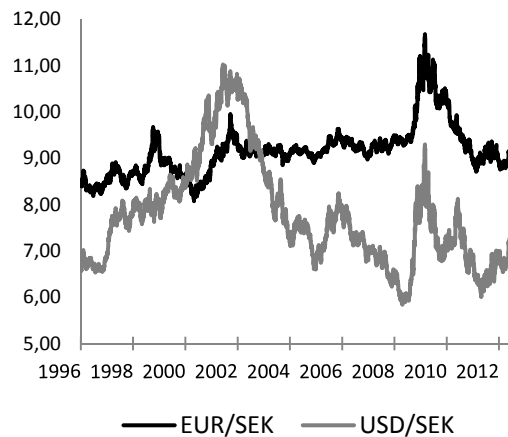
## 2.3 Den svenska kronan

Valutaskuldens storlek uttryckt i kronor påverkas av den svenska kronans värde i förhållande till andra valutor. Under krisen i början av 1990-talet finansierades en stor del av statens lånebehov i utländsk valuta, varför valutaskulden steg kraftigt. Sommaren 2008 uppnåddes den målsatta andelen på 15 procent, efter årliga amorteringar på valutaskulden.

### Den svenska kronans historiska utveckling

Under finanskrisen 2008 och 2009 försvagades kronan kraftigt när placerare sökte sig till de större valutorna. Sommaren 2009 stärktes kronan i takt med att finansmarknaderna stabiliserades och då konjunktursignalerna blev mer positiva. Under 2010 handlades kronan i stort på samma nivåer som före finanskrisen. Vid inledningen av skuldkrisen 2011 försvagades kronan endast marginellt och tiden därefter har kronan fortsatt att stärkas. En orsak till detta är att Sverige har starka offentliga finanser, relativt sett bättre makroekonomiska utsikter, en mindre expansiv penningpolitik och en hög kreditvärdighet. Detta har gjort att många investerare ser svenska statspapper som en säker tillflyktsort. I diagram 6 framgår hur kronan utvecklats i förhållande till euro och dollar.

**Diagram 6. Kronans utveckling fr.o.m. 1996**

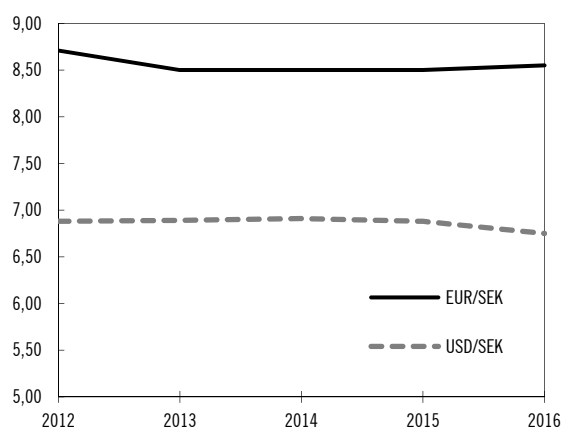


Källa: Reuters EcoWin

### Regeringens prognos för kronutvecklingen

Det råder stor osäkerhet om kronans framtida utveckling och dess långsiktiga värde. Sveriges goda makroekonomiska förutsättningar talar för att kronan ligger kvar på nuvarande nivåer. I diagram 7 framgår kronans utveckling i förhållande till euro och dollar enligt regeringens prognos från budgetpropositionen för 2013.



**Diagram 7. Regeringens prognos för kronan vid årens slut 2012–2016**

Källa: Budgetpropositionen för 2013 (prop. 2013/13:1)

*Slutsats*

Riktlinjerna för valutaskuldens andel av statsskulden utformas inte med hänsyn till hur den svenska kronan förväntas utvecklas. Regeringens syn på valutaskuldens andel av statsskulden beskrivs närmare i avsnitt 3.2.

Kronans valutakurs har vid ett tillfälle haft betydelse för storleken på positionsmandatet i kronans valutakurs. I maj 2009 höjdes mandatet från 15 till 50 miljarder kronor, då kronan bedömdes kraftigt undervärderad i samband med finanskrisen. I riktlinjerna för 2012 återfördes

mandatet till den tidigare nivån på 15 miljarder kronor. För 2013 sänks mandatet i kronans valutakurs till 7,5 miljarder kronor (avsnitt 3.5).

Beslut om hur bedömningar av kronans utveckling ska påverka den löpande statsskuldshöjningen är delegerade till Riksgäldskontoret inom ramen för tilldelade positionsmandat (punkt 32 i riktlinjerna).

## 2.4 Riksbankens remissyttrande över Riksgäldskontorets förslag

Enligt 5 kap. 6 § budgetlagen ska regeringen låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning.

Riksbanken anser att de förslag som Riksgäldskontoret framför i riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2013–2016 är förenliga med de krav som penningpolitiken ställer. Riksbanken har, ur ett penningpolitiskt perspektiv, inget att invända mot Riksgäldskontorets riktlinjeförslag.

## 3 Skälen för regeringens beslut

### 3.1 Statsskuldens kostnad och risk

Målet för statsskuld förvaltningen anger att riktlinjerna ska baseras på en avvägning mellan långsiktig kostnad och risk.

#### *Statsskuldens kostnader*

Statsskuldens kostnader påverkas i första hand av skuldens storlek och räntenivåerna då räntorna på skuldinstrumenten sätts. Valutakursrörelser påverkar också kostnaden för skulden, eftersom en del av statsskulden är exponerad mot utländsk valuta. På motsvarande sätt påverkas realskuldens kostnader av hur KPI utvecklas. Kostnaden för statsskulden mäts som genomsnittlig emissionsränta. Måttet speglar den ränta som Riksgäldskontoret i genomsnitt har lånat upp den utestående skulden till.

De senaste åren har de kraftigt fallande marknadsräntorna och de starka svenska statsfinanserna gjort att upplåningskostnaderna sjunkit till rekordlåga nivåer. År 2009 halverades de kostnadsmässiga statsskuld räntorna jämfört med året innan. Under 2009 uppgick räntekostnaderna för statsskulden till 22 miljarder kronor. För 2010 och 2011 uppgick räntekostnaderna till 22 respektive 26 miljarder kronor. I budgetpropositionen för 2013 beräknas räntekostnaderna uppgå till mellan 24 och 28 miljarder kronor under åren 2012–2016.

#### *Risker i statsskuld förvaltningen*

Risken i statsskulden definieras på övergripande nivå som dess bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. Det finns inget enskilt mått som beskriver den sammantagna risken i statsskuld förvaltningen. I stället används mått på olika typer av risker, varav de

främsta är ränteomsättningsrisk, refinansieringsrisk och finansieringsrisk.

Löptidsstyrningen i riktlinjerna tar sikte på ränteomsättningsrisken. Med ränteomsättningsrisk menas risken att räntan på skulden snabbt stiger till följd av högre marknadsräntor. Om statsskulden har en stor andel korta och rörliga lån, slår en förändrad marknadsränta snabbare igenom på kostnaden för skulden och tvärtom. Korta räntor är i regel lägre än långa räntor, vilket innebär att en avvägning måste göras mellan kostnad och risk.

Refinansieringsrisk avser risken att det visar sig svårt och/eller kostsamt att ersätta förfallande lån med nya. Refinansieringsrisken framträder i regel samtidigt som behovet av nyupplåning ökar kraftigt. Den bästa försäkringen mot refinansieringsrisker är således goda och hållbara statsfinanser.

Det är viktigt att skilja på refinansieringsrisk och ränteomsättningsrisk. Refinansieringsrisken återspeglar den återstående tiden till förfall (när skulden behöver finansieras om), medan ränteomsättningsrisken återspeglar exponeringen i statsskulden.

Refinansieringsriskerna i statsskuld förvaltningen beaktas på flera olika sätt i Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård. Att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker har tidigare dock inte explicit uttryckts i riktlinjerna. Av tydlighetsskäl har därför en ny punkt med denna innebörd lagts till i riktlinjerna. I avsnitt 3.4 beskrivs de metoder som Riksgäldskontoret använder för att hantera refinansieringsrisken i statsskulden.

Finansieringsrisken avser risken för att det blir svårt och/eller kostsamt att låna upp för att täcka underskott i statens budget (nettolånebehovet).

Denna risk finns i princip oberoende av statsskuldens storlek, men det är ofrånkomligt att en stor skuld i utgångsläget som domineras av kortfristiga lån förvärrar problemen om ett land oväntat får stora underskott. Finansierings- och refinansieringsrisker kan således samverka. Finansieringsrisker kan även uppstå i perioder då statens budget visar överskott för året som helhet. Statens kassa svänger kraftigt inom månader och mellan månader. Enskilda dagar kan underskottet eller överskottet uppgå till upp emot 100 miljarder kronor. Nettolånebehovet är mycket ojämnt fördelat över året. En stor del av nettolånebehovet uppstår varje år i december. För 2012 räknar Riksgäldskontoret med att nettolånebehovet i december kommer att uppgå till 99 miljarder kronor, vilket är ett större belopp än den totala volymen förfallande obligationslån detta år. Regeringen har för avsikt att ge en utredning som ska utreda olika frågor som rör statsskuldspolitiken i uppdrag att bl.a. analysera om statens utbetalningar kan omfördelas så att nettolånebehovet blir jämnare fördelat under året.

*Upplåningsmetod begränsar refinansieringsrisken samtidigt som räntekostnaderna blir lägre*

Nominella statsobligationer i kronor utgör kärnan i upplåningen och svarar för merparten av den långa upplåningen. En stor del av dessa statsobligationer omvandlas till kort löptid med hjälp av swappar. På så sätt kan refinansieringsrisken begränsas samtidigt som kostnadsfördelarna med en kortare räntebindningstid tas tillvara. Den genomsnittliga tiden till förfall för hela statsskulden är ca 6 år, medan den genomsnittliga räntebindningstiden för hela statsskulden är ca 4 år.

*Avvägningen mellan kostnad och risk*

En mindre statsskuld för med sig lägre kostnader och därmed mindre variationer i kostnaderna (uttryckt i kronor). Principiellt innebär en låg statsskuld att utrymmet för risktagande ökar i utbyte mot lägre förväntade kostnader. De svenska statsfinanserna bedöms som starka i ett såväl historiskt som internationellt perspektiv (se avsnitt 2.1).

Mot bakgrund av den stora osäkerhet som råder till följd av statsfinansiella problem i vissa europeiska länder och de erfarenheter som andra länder gjort i sin refinansiering av förfallande

statsskuld, i kombination med kraftigt ökade underskott valde regeringen i riktlinjerna för 2012 att utforma styrningen så att statsskuldens förfall sprids över en längre tidsperiod. Denna inriktning behålls genom att riktvärdet för instrument i nominell kronaskuld med mer än tolv år till förfall höjs från 60 till 70 miljarder kronor (avsnitt 3.3).

Osäkerheten kring den europeiska statsskuldskrisen är fortfarande stor varför regeringen inte finner skäl för ett ökat risktagande i statsskuld förvaltningen.

### 3.2 Statsskuldens sammansättning

Regeringen ser i nuläget inte skäl att ändra de olika skuldslagets andelar. Andelen valutaskuld ska vara 15 procent och andelen real kronaskuld 25 procent. Resterande andel (60 procent) ska utgöras av nominell kronaskuld.

På regeringens uppdrag har Riksgäldskontoret analyserat hur stora andelarna i de olika skuldslagen bör vara vid en betydligt högre respektive lägre statsskuld samt hur löptiden bör hanteras i dessa fall. En kvalitativ analys av frågeställningen redovisades i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2012. I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2013 presenteras en förnyad analys av framför allt valutaskuldens andel.

*Andelen valutaskuld*

Stora budgetunderskott och finansieringen av kronförsvaret gjorde att valutaskulden steg kraftigt under krisen i början av 1990-talet. När riktlinjerna för statsskuldens förvaltning beslutades för första gången 1999 utgjorde valutaskulden ca 30 procent av statsskulden. Denna andel bedömdes vara för stor varför regeringen under flera år beslutade att Riksgäldskontoret skulle amortera på valutaskulden. I riktlinjebeslutet för 2005 fastställde regeringen att målandelen för valutaskulden skulle vara 15 procent. Andelen byggde på en analys som Riksgäldskontoret genomförde 2004. Den målsatta andelen för valutaskulden (15 procent) uppnåddes sommaren 2008, efter årliga amorteringar på densamma.

Argumenten i anknytning till valutaskulden som i huvudsak har gällt fram till i dag sammanfattas i följande fem punkter:

- Det finns inga teoretiska skäl att tro på någon systematisk kostnadsässig 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.

Riksgäldskontoret har i den senaste analysen, som bygger på historisk data, konstaterat att det inte hade varit möjligt att minska kostnadsvariationen för statsskulden ytterligare med en viss andel valutaskuld. Anledningen är att kostnadsvariationen i en portfölj bestående av endast kronskuld har varit mycket låg. Möjligheten att låna i utländsk valuta är dock viktig för att sänka finansieringsrisken. Upplåning i utländsk ger möjlighet att låna stora belopp på kort tid.

Innan nuvarande riktlinje för valutaskulden på 15 procent omprövas bör såväl kostnads- som finansieringsriskaspekterna analyseras djupare. Riksgäldskontoret ska redovisa en sådan analys i riktlinjeförslaget för 2014. Ytterligare skäl att i nuläget avvakta med en förändring av riktlinjerna för valutaskulden är den pågående Utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning – översyn efter erfarenheter från den finansiella krisen (Fi 2011:12). Resultatet av utredningen kan komma att påverka Riksgäldskontorets valutaexponering samt myndighetens roll i finansieringen av valutareserven. Utredningen ska redovisa sitt uppdrag senast den 15 januari 2013.

### *Andelen real kronskuld*

Realobligationsupplåningen introducerades 1994. Andelen realskuld ökade successivt och i riktlinjebeslutet för 2005 fastställdes att målandelen skulle vara 20–25 procent. I samband med att ett nytt andelsmått infördes 2007 justerades målandelen av beräkningstekniska skäl till 25 procent. Andelen real kronskuld har varit oförändrad sedan 2007.

Syftet med realobligationsupplåningen är att bidra till minskad risk i statsskulden genom ökad diversifiering. Realupplåningen kan också avlasta marknaden för statsobligationer och statsskuldväxlar om statsskulden är stor genom att utbudet kan fördelas på ytterligare ett skuldslag. Detta minskar risken för att räntan i ett enskilt skuldslag drivs upp. En förutsättning är dock att likviditeten på realobligationsmarknaden är tillräckligt god. Risken är annars att staten får betala en likviditetspremie som är större än den potentiella kostnadsbesparingen.

I Riksgäldskontorets scenarioanalys framgår att upplåningen i nominella statsobligationer skulle prioriteras framför upplåning i realobligationer om statsskulden blir så liten att likviditeten på statspappersmarknaden blir lidande. I scenariot beskrivs att den reala kronobligationsstocken skulle minska i takt med att lån förfaller. I ett scenario när statsskulden stiger kraftigt skulle den nuvarande andelen realskuld troligtvis minska eftersom det kan vara svårt att kraftigt utöka realobligationsupplåningen. De investerare som placerar i realobligationer bedöms ha en begränsad vilja och förmåga att snabbt utöka sitt innehav.

Regeringen instämmer i denna bedömning. Givet nuvarande utsikter för statsfinanserna finner regeringen dock inte anledning att ändra riktvärdet för andelen real kronskuld.

## **3.3 Statsskuldens löptid**

Löptiden i statsskulden styrs i huvudsak i termer av räntebindningstid. För instrument i nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall styrs den utestående volymen med ett riktvärde.

Regeringen ser inte skäl att ändra styrningen av räntebindningstiden i statsskulden. Räntebindningstiden för valutaskulden ska vara

0,125 år och för real kronaskuld 7–10 år. Den nominella kronaskuldens räntebindningstid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara 2,7–3,2 år.

För instrument i nominell kronaskuld med mer än tolv år till förfall höjs riktvärdet för den utestående volymen från 60 till 70 miljarder kronor. För närvarande uppgår motsvarande volym till 53 miljarder kronor. Ändringen syftar till att öka volymen skuld i de långa löptidssegmenten och därmed i viss utsträckning minska refinansieringsrisken i statsskulden.

Riktmärket ska betraktas som långsiktigt och ökningstakten i förhållande till riktvärdet ska vägas mot kostnad och risk för upplåning i andra löptider samt utvecklingen av efterfrågan på långa obligationer. Riksgäldskontoret ska även beakta den statsfinansiella utvecklingen på så sätt att ett ökat lånebehov kan leda till att det långsiktiga riktmärket uppnås tidigare än annars. Riktvärdet liksom Riksgäldskontorets hantering av den mycket långa upplåningen kommer att utvärderas inom den ordinarie utvärderingsprocessen.

#### *Styrningen av löptiden ska avse en längre period*

För att tydliggöra att styrningen av löptiden ska avse en längre period görs en ändring under punkt 19 i riktlinjerna. Stora svängningar i det dagliga lånebehovet gör att löptiden varierar på kort sikt. När stora lånebehov uppkommer förkortas löptiden eftersom en stor del av finansieringen görs på kort löptid. Vid överskott tenderar löptiden att förlängas. Det är inte motiverat att parera dessa temporära förändringar med exempelvis derivattransaktioner. Löptidsmålet syfte är att styra löptiden rensat för temporära variationer som hanteras inom likviditetsförvaltningen.

#### *Förtydliganden avseende löptiden*

I förtydligande syfte ändrar regeringen ordalydelsen i punkterna 15 och 16 i riktlinjerna. Den nuvarande lydelsen under punkt 15 ”Den nominella kronaskuldens löptid för löptider till och med tolv år ska vara mellan 2,7 och 3,2 år” ersätts med lydelsen ”Den nominella kronaskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,7 och 3,2 år”. Vidare ersätts den tidigare lydelsen under punkt 16 ”För löptider över tolv år ska riktvärdet för utestående volym vara 60 miljarder kronor” med lydelsen ”För instrument i nominella

kronor med mer än tolv år till förfall ska riktvärdet för utestående volym vara 70 miljarder kronor”.

Av punkt 25 i riktlinjerna framgår sedan tidigare att löptiden ska mätas som genomsnittlig räntebindningstid där samtliga kassaflöden inklusive förväntad inflationskompensation ingår. Kassaflöden ska inte diskonteras.

### **3.4 Styrning av refinansieringsrisker**

#### *Riktlinjerna kompletteras avseende refinansieringsrisker*

I riktlinjebeslutet för 2012 gav regeringen Riksgäldskontoret i uppdrag att se över hur riktlinjerna i större utsträckning kan beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden. Slutsatsen är att det inte vore lämpligt att begränsa refinansieringsriskerna med kvantitativa styrmått i riktlinjerna. En anledning är att ett sådant styrmått skulle tvinga Riksgäldskontoret att låna på långa löptider i situationer när lånebehovet tillfälligt ökar kraftigt. När lånebehovet sedan minskar skulle Riksgäldskontoret behöva köpa tillbaka de långa lånen för att uppnå den föreskrivna förfalloprofilen. Under perioden 1999–2003 tillämpades en restriktion för förfalloprofilen som innebar att maximalt 25 procent av statsskulden fick förfalla inom de närmaste tolv månaderna. Denna riktlinje togs bort 2004 då det konstaterats att en preciserad restriktion av de korta löptiderna inte var ett lämpligt sätt att begränsa refinansieringsrisken.

Av tydlighetsskäl bör det däremot framgå att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden (punkt 23 i riktlinjerna). I utvärderingen av statsskuldens förvaltning ska Riksgäldskontoret rapportera på vilket sätt man har levt upp till kravet att ta hänsyn till refinansieringsrisker.

#### *Refinansieringsrisken beaktas på flera olika sätt*

Refinansieringsrisken i förvaltningen av statsskulden beaktas sedan tidigare på flera olika sätt. Upplåningen görs till stor del i statsobligationer vilka fördelas över flera lån med olika förfallotidpunkter. På så sätt är det endast en mindre del av den utestående skuldstocken som förfaller och måste refinansieras varje år.

Refinansieringsrisken begränsas också genom att upplåningen fördelas löpande i små och regelbundna auktioner. Detta innebär att förfallande obligationer i stor utsträckning finansieras i förväg. Denna ordning är mindre vanlig i andra europeiska länder. De senaste åren har stocken statspapper med förfall inom två år halverats från runt 200 till 100 miljarder kronor. Samtidigt har den långa upplåningen ökat vilket också bidragit till att minska refinansieringsrisken. Regeringen behåller denna inriktning. Riktmärket för utestående volym i instrument med nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall höjs från 60 till 70 miljarder kronor.

En väl fungerande statspappersmarknad är central för att ha beredskap att hantera eventuella stora lånebehov i framtiden. För att upprätthålla en fungerande statspappersmarknad krävs en kontinuerlig närvaro och därmed en viss volym förfallande lån. Om volymen förfallande lån minimeras, genom exempelvis byten av de kortaste obligationerna mot längre lån, skulle det leda till att staten upphör med att ge ut obligationer under perioder med överskott. I en situation när lånebehovet ökar kraftigt skulle detta försvåra möjligheten att snabbt finansiera stora volymer. Därmed måste en avvägning göras mellan att minimera refinansieringsriskerna och att ha beredskap för att snabbt kunna öka upplåningen, dvs. för att kunna begränsa finansieringsriskerna. En motsvarande avvägning måste också göras vad gäller fördelningen på antalet löptider. Om statsskulden fördelas på allt för många löptider blir de enskilda lånen små och illikvida. En illikvid obligationsmarknad medför både högre kostnad och ökad finansieringsrisk. När upplåningsbehovet minskar finns det därför skäl att dra ner på antalet utestående statsobligationer. Genom att prioritera emissioner i den 10-åriga statsobligationen når Riksgäldskontoret en bred investerarbas vilket också reducerar refinansieringsrisken. Genom upplåningen i utländsk valuta har Riksgäldskontoret en upparbetad kanal till de internationella kapitalmarknaderna. Denna lånekanal ger störst möjlighet att låna upp stora volymer på kort tid.

### 3.5 Positionstagande

Regeringen kompletterar riktlinjerna för statsskuldens förvaltning med följande lydelse: ”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” (punkt 30 i riktlinjerna).

I regeringens skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2007–2011 (skr. 2011/12:104) angavs att regeringen på nytt har för avsikt att överväga positionsmandatets storlek och utformning.

I samband med utvärderingsskrivelsen gav regeringen Riksgäldskontoret i uppdrag att: dels utreda hur mandatet för positionstagande kan begränsas på ett sådant sätt att möjligheten att ta positioner utan direkt koppling till valutaskulden stängs, dels redovisa hur positionsmandatet kan motiveras och analyseras som en integrerad del i statsskuldens förvaltning.

#### *Beslut om principer flyttas från Riksgäldskontoret till regeringen*

I den första delen av uppdraget, dvs. hur mandatet för positionstagande kan begränsas så att möjligheten att ta positioner utan direkt koppling till valutaskulden stängs, föreslår Riksgäldskontoret att ett tillägg görs i punkt 30 i riktlinjerna. Hittills har Riksgäldskontorets styrelse lagt fast såväl principer som vilka marknader och instrument som är tillgängliga i den aktiva förvaltningen. Nämda beslut läggs i dag fast i Riksgäldskontorets årliga finans- och riskpolicy. Tillägget i riktlinjerna innebär att regeringen, i stället för Riksgäldskontorets styrelse, fastställer principerna för den aktiva förvaltningen. Det innebär för det första att positioner bara får tas på marknader som potentiellt är lånevaluta inom ramen för statsskuldens förvaltning. För det andra måste risken på dessa marknader kunna hanteras genom likvida och i övrigt väl utformade derivatinstrument. Inom de av regeringen beslutade principerna ska Riksgäldskontoret även i fortsättningen fastställa vilka marknader som vid var tid uppfyller kraven. Förutsättningarna kan variera över tiden varför regeringen finner denna beslutsordning lämplig.

*Positionsverksamheten som en integrerad del i statsskuldförvaltningen*

I den andra delen av uppdraget, dvs. hur positionsmandatet kan motiveras och analyseras som en integrerad del i statsskuldförvaltningen, redovisar Riksgäldskontoret i sitt förslag till riktlinjer för 2013 hur myndighetens aktiva förhållningssätt till statsskuldförvaltningen fungerar och hur positionstagandet passar in i detta förhållningssätt. I redovisningen beskrivs att regeringens riktlinjer för statsskuldens sammansättning och löptid kan uppnås på flera olika sätt. Riksgäldskontorets har i uppdrag att omsätta riktlinjerna till den operativa verksamheten utifrån målet om kostnadsminimering med beaktande av risk. För att operationalisera riktlinjerna utifrån målet krävs en lång rad av val. I Riksgäldskontorets uppdrag att förvalta statsskulden ingår således aktiva val när det gäller såväl lånetekniker som upplåningsinstrument. Givet målet och regeringens riktlinjer görs valen även utifrån bedömningar av de risker som uppstår till följd av marknadsutvecklingen, förändringar i lånebehov, ekonomisk konjunktur, förändringar i marknadsstruktur, investerarbeteende och nya finansiella risker. Statsskulden behålls i huvudsak till förfall varför det inte är relevant att utvärdera valen i marknadsvärderingstermer. I flertalet fall är det inte heller möjligt att utvärdera enskilda val eftersom det saknas tydliga måttstockar att göra jämförelser emot. En stor del av utvärderingen görs därför i kvalitativa termer.

Det aktiva förhållningssättet vad gäller strategiska och operativa ränte- och valutapositioner innebär att Riksgäldskontoret löpande värderar kostnader och risker. Ibland kan det uppstå marknadslägen där de normala antagandena att alla skuldslag har samma förväntade kostnad inte gäller. De absoluta kostnaderna kan i sådana situationer bli högre än nödvändigt. Genom de tilldelade riskmandaten (punkterna 31 och 32 i riktlinjerna) kan Riksgäldskontoret utnyttja marknadslägen för att sänka kostnaden för statsskulden med beaktande av risk.

Eftersom positioner redovisas separat kan verksamheten uppfattas som att den är löst påhängd. Riksgäldskontoret anser dock att så inte är fallet. Positionsverksamheten bör i stället ses som ett effektivt sätt att låta bedömningar om förutsättningar för förvaltningen av statsskulden komma till uttryck i konkreta och

aktiva beslut. Arbetet med positioner har vuxit fram ur behovet av att ta ställning till ny information om kostnader och risker. På så sätt menar Riksgäldskontoret att positionsverksamheten är en integrerad del i en effektiv statsskuldförvaltning.

*Mandatet för positioner i den svenska kronkursen*

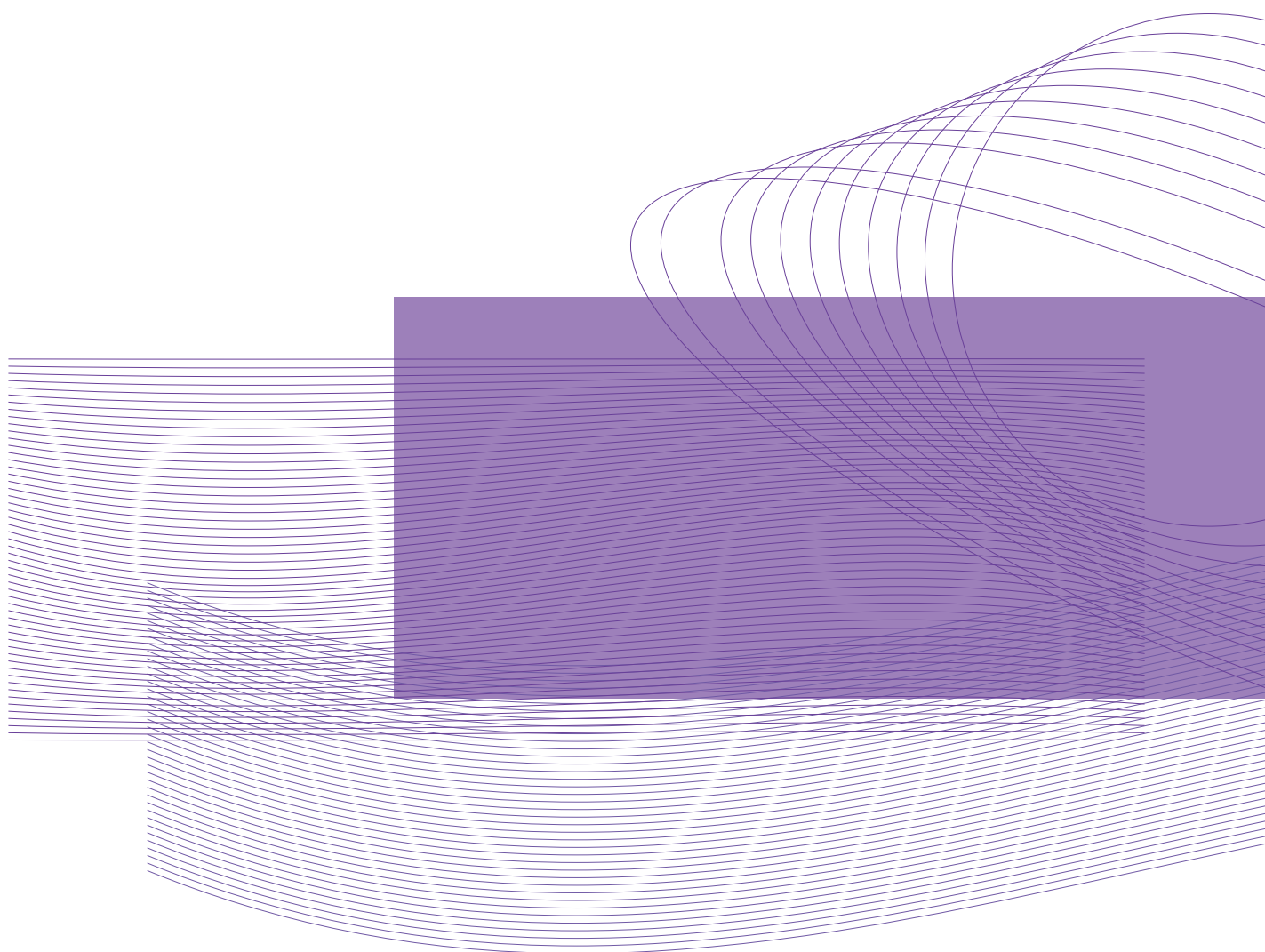
Regeringen beslutar att sänka mandatet för strategiska positioner i kronans valutakurs från 15 till 7,5 miljarder kronor (punkt 32).

I regeringens skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2007–2011 (skr. 2011/12:104) angavs att regeringen inför kommande riktlinjebeslut har för avsikt att på nytt överväga positionsmandatets storlek och utformning. I utvärderingen analyserades grunderna för Riksgäldskontorets positionstagande. Av analysen framgår att positionsverksamheten bidragit till stora kostnadsbesparingar inom statsskuld-förvaltningen. Samtidigt konstateras att av den totala vinsten på 18,4 miljarder kronor sedan 2000 så kommer 94 procent från fem strategiska positioner som Riksgäldskontoret tagit. Analysen pekar ut två huvudargument som motiverar aktiv förvaltning genom positionstagande. Det ena är möjligheten att hålla nere skuldkostnaderna genom att parera större växelkursrörelser. Det andra är att bidra till ökat marknadsfokus, vilket utvecklar och breddar kompetensen i finansiella frågor hos Riksgäldskontorets medarbetare. Även det sistnämnda argumentet går att koppla till målet om kostnadsminimering.

Mot nämnda argumenten ska dock positionsverksamhetens risker ställas. Mandatet för strategiska positioner i kronans valutakurs minskas från 15 till 7,5 miljarder kronor (punkt 32 i riktlinjerna). Halveringen av mandatet innebär att risken för förluster inom positionsverksamheten begränsas.

### 3.6 Lån för att tillgodose behovet av statslån

Regeringen förtydligar punkt 35 i riktlinjerna om lån för att tillgodose behovet av statslån så att det framgår att detta syftar på behovet enligt budgetlagen (5 kap. 1 §).



REGERINGSKANSLIET

**Finansdepartementet**

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