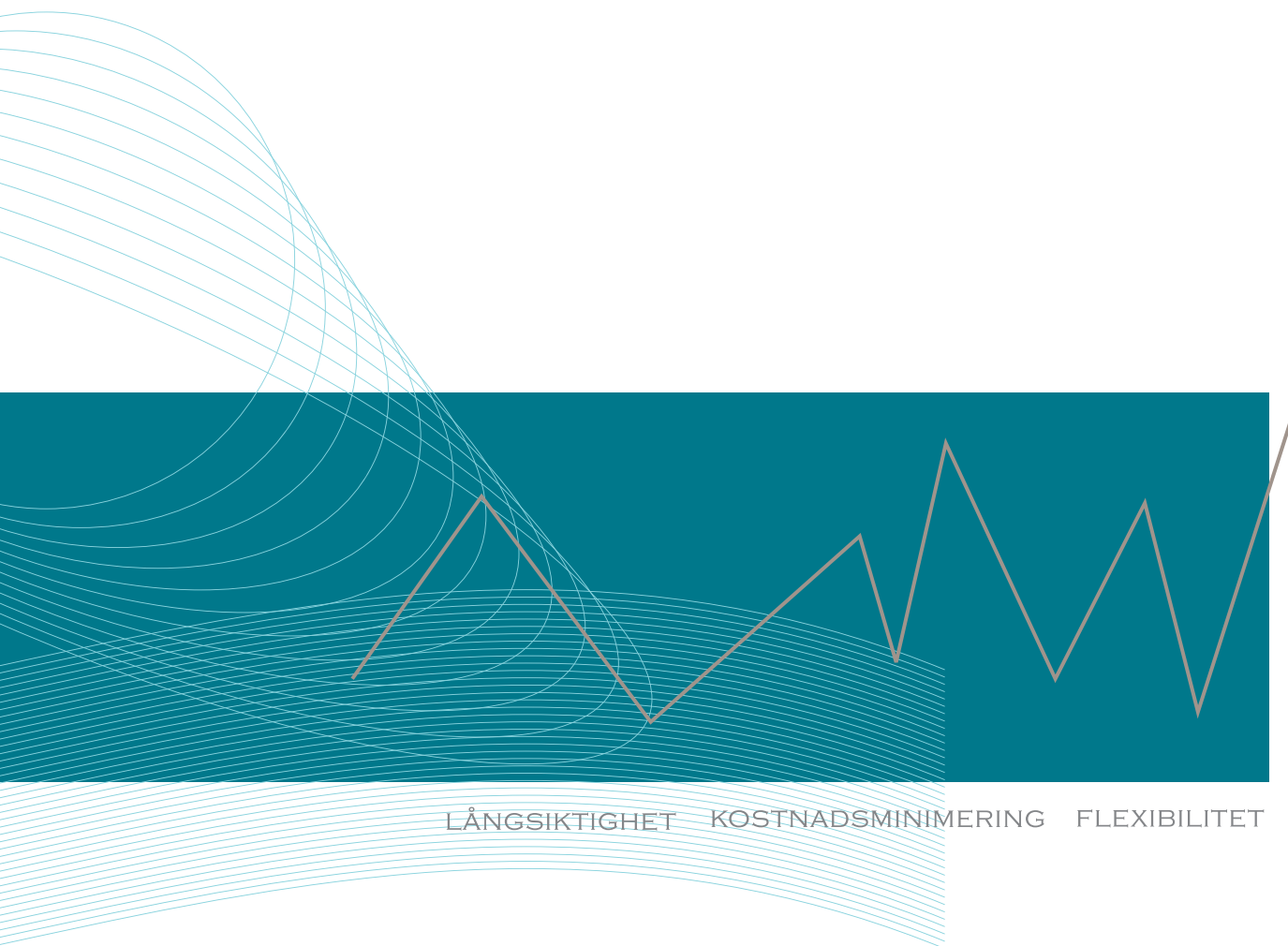


2016

RIKTLINJER FÖR STATSSKULDENS FÖRVALTNING 2016

Beslut vid regeringssammanträde
den 12 november 2015



LÅNGSIKTIGHET KOSTNADSMINIMERING FLEXIBILITET



REGERINGSKANSLIET

Innehåll

Sammanfattning	2
1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2016.....	4
1.1 Statsskuldsförvaltningens mål.....	4
1.2 Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål.....	5
1.3 Riktlinjeprocessen.....	5
1.4 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar.....	6
1.5 Statsskuldens löptid.....	6
1.6 Kostnad och risk.....	7
1.7 Marknads- och skuldvard.....	7
1.8 Positionstagande.....	8
1.9 Upplåning på privatmarknaden.....	9
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.....	16
2.4 Riksbankens remissyttrande över Riksgäldskontorets förslag.....	16
3 Skälen för regeringens beslut.....	17
3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldsförvaltningen.....	17
3.2 Styrningen av statsskuldens sammansättning behålls oförändrad.....	18
3.3 Förlängd löptid på statsskulden.....	19
3.4 Bredare löptidsintervall.....	20
3.5 Riksgäldskontorets interna riktlinjer.....	20

Sammanfattning

Inriktning för statsskuldspolitik

Riktlinjebeslutet för 2016 innebär att löptiden i statsskulden förlängs något. För den nominella kronskulden förlängs löptiden med tre månader och för valutaskulden med fyra och en halv månad (mätt som duration). Skälet till att styrningen tar sikte på en något längre löptid än tidigare är att skillnaden i kostnad mellan kortfristig och långfristig upplåning minskat. Genom att förlänga skulden kan riskerna minska till en låg eller ingen kostnad.

Graden av flexibilitet i löptidsstyrningen ökas genom att styrintervall för den nominella kronskulden breddas från 0,5 till 1 år samt att ett styrintervall på 1 år ersätter det tidigare löptidsriktvärdet för valutaskulden. Den flexibla styrningen gör det möjligt att undvika onödiga transaktionskostnader och motiveras av rent operativa skäl. Besluten om förändringarna i löptiden och dess styrning överensstämmer med Riksgäldskontorets förslag.

Styrningen av statsskuldens sammansättning mellan de tre olika skuldslagen behålls oförändrad.

Löptiden för de tre skuldslagen ska styras mot

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

Statsskuldens sammansättning ska styras mot

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

Förlängd löptid på statsskulden

Statsskuldens löptid är en av flera faktorer som påverkar skuldens förväntade kostnad och risk. I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016 analyseras hur statsskuldens löptid påverkar den förväntade kostnaden för statens upplåning. Analysen pekar på att det även fortsättningsvis är fördelaktigt att låta skuldens löptid vara relativt kort. Kostnadsfördelen med kortfristig upplåning är dock mindre än tidigare, vilket motiverar en något längre löptid i statsskulden. En längre löptid innebär att riskerna i skulden minskar. Förlängningen bedöms kunna göras till en låg eller ingen kostnad. Förlängningen av löptiden i den nominella kronskulden uppnås genom en minskad användning av swappar. Ränteswappar används i dag för att aktivt förkorta löptiden på skulden. Den underliggande upplåningen och policyn för denna påverkas inte av förlängningen.

Bredare löptidsintervall

Löptidsintervallet för den nominella kronskulden med instrument upp till tolv år till förfall breddas från 0,5 år till 1 år. Samtidigt införs ett löptidsintervall för valutaskulden vars bredd också är 1 år. Det tidigare löptidsriktvärdet för valutaskulden ersätts därmed.

Skälet till ändringarna är att stärka förutsättningarna för en ändamålsenlig låneplanering. Genom att öka flexibiliteten kring löptidsstyrningen kan onödiga transaktionskostnader undvikas. De bredare intervallen motiveras av rent operativa skäl. Riksgäldskontoret planerar upplåningen så att skuldens löptid normalt hålls i mitten av respektive intervall.

Utgångspunkter för riktlinjebeslutet

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

Utgångspunkt tas också i statsskuldens storlek och förväntade utveckling. Generellt innebär en låg statsskuld och starka statsfinanser att utrymmet för risktagande ökar i utbyte mot lägre förväntade kostnader. Vid slutet av 2014 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 394 miljarder kronor (36 procent av BNP). Prognoser från regeringen, Ekonomistyrningsverket och Konjunkturinstitutet pekar på att motsvarande skuld vid 2019 års slut kommer att uppgå till mellan 1 363 och 1 550 miljarder kronor (28 respektive 32 procent av BNP). Prognoserna pekar således på att statsskulden som andel av BNP kommer att vara något lägre 2019 än i dag. Prognoserna är dock förknippade med risker om en svagare utveckling. Utrymmet för risktagande bedöms därmed i stort vara detsamma som tidigare. Vid en internationell jämförelse kan konstateras att den s.k. Maastrichtskulden för Sveriges del uppgick till 44 procent av BNP vid slutet av 2014, medan motsvarande andel för EU som helhet uppgick till 87 procent och för euroområdet till 92 procent.

I undantagsfall kan även den svenska kronans växelkurs beaktas, liksom den absoluta räntenivån och situationen på lånemarknaderna. De senaste åren har löptidspremierna, dvs. den kompensation som investerarna kräver för att placera i statspapper med längre löptid, minskat. Löptidspremierna förväntas vara låga under en överskådlig framtid. Detta innebär att avvägningen mellan den förväntade kostnadsbesparingen och den ökade risk som kortfristigare upplåning medför justeras. Genom att förlänga statsskuldens löptid kan riskerna minska till en låg eller ingen kostnad.

Statsskuldens kostnader

Statsskuldens kostnader påverkas i första hand av skuldens storlek och räntenivåerna då skuldinstrumenten ges ut. En del av statsskulden är exponerad mot utländsk valuta, varför valutakursrörelser också påverkar kostnaderna.

För realskulden påverkas kostnaderna på motsvarande sätt av hur KPI utvecklas.

I budgetpropositionen för 2016 beräknas räntekostnaderna för statsskulden uppgå till 12,5 miljarder kronor för 2015. Kommande år bedöms marknadsräntorna stiga, vilket gör att räntekostnaderna successivt ökar. I slutet av 2019 bedöms räntekostnaderna uppgå till 33,5 miljarder kronor.

Risker i statsskuldens förvaltningen

På övergripande nivå definieras risken i statsskuldens förvaltningen som dess bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskuldens storlek. En lägre statsskuld för med sig lägre kostnader vilket bidrar till en lägre risk eftersom variationen i kostnaderna minskar (både uttryckt i kronor och i förhållande till statsfinanserna i övrigt). En lägre statsskuld i utgångsläget gör det även lättare för staten att i ett krisläge låna upp stora belopp utan att räntorna stiger kraftigt.

Det finns inte något enskilt mått som beskriver den sammantagna risken i statsskuldens förvaltningen. I stället redovisas olika typer av risker, varav de främsta är ränteomsättningsrisk, refinansieringsrisk, finansieringsrisk och motpartsrisk. Regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård begränsar riskerna i statsskuldens förvaltningen på flera olika sätt. Starka och hållbara statsfinanser utgör dock den bästa försäkringen mot både refinansierings- och finansieringsrisker.

Ansvarsfördelning och process

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

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

Återrapportering av måluppfyllelsen lämnas till riksdagen i form av en utvärderingsskrivelse vartannat år. Åren däremellan redovisar regeringen en preliminär utvärdering av statsskuldens förvaltningen i budgetpropositionen.

1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2016

Sammanfattning: Riktlinjebeslutet för statsskuldens förvaltning 2016 innebär att löptiden i statsskulden förlängs något. Graden av flexibilitet i löptidsstyrningen ökas genom att styrintervall för den nominella kronskulden breddas från 0,5 till 1 år samt att ett styrintervall på 1 år ersätter det tidigare löptidsriktvärdet för valutaskulden. Löptidsstyrningen för den nominella kronskulden delas in i instrument med kortare respektive längre löptid än tolv år. För instrument med upp till tolv år till förfall ska durationen vara 2,6–3,6 år, vilket innebär en höjning från 2,6–3,1 år. För instrument med mer än tolv år till förfall behålls det långsiktiga riktvärdet för den utestående volymen på 70 miljarder kronor. För valutaskulden ska durationen vara 0–1 år. Intervallet ersätter det tidigare löptidsriktvärdet på 0,125 år.

Styrningen av statsskuldens sammansättning behålls oförändrad. Andelen real kronskuld ska långsiktigt styras mot 20 procent. Valutaskulden ska minskas med högst 30 miljarder kronor per år, exklusive förändringar i kronans valutakurs. Vid 2014 års slut uppgick andelen valutaskuld till 15 procent. Statsskuldens resterande del (f.n. runt 65 procent) ska utgöras av nominell kronskuld.

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

Nedan redovisas riktlinjerna för 2016–2019, varav besluten för 2017–2019 är att betrakta som preliminära. I de fall beslutet i enskilda riktlinjepunkter skiljer sig från Riksgäldskontorets förslag eller i förhållande till tidigare riktlinjebeslut framgår detta. För att skapa överblick över de regelverk som styr statsskuldens förvaltning redovisas relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) och förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

1.1 Statsskuldens förvaltningens mål

1. Statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. *Budgetlagen (2011:203)*.

1.2 Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen. *Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.*
3. Riksgäldskontoret får enligt budgetlagen ta upp lån till staten för att:
 1. finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
 2. tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
 3. amortera, lösa in och köpa upp statslån,
 4. i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och
 5. tillgodose Riksbankens behov av valutareserv.

1.3 Riktlinjeprocessen

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag. *Budgetlagen.*
6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. *Budgetlagen.*
7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen. *Budgetlagen.*
9. Riksgäldskontoret ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
10. Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, valutfördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvård.	Överensstämmer med regeringens beslut	Riksgäldskontoret ska inte längre fastställa avvikelsetervall kring löptidsriktvärden för enskilda skuldsdrag. Fr.o.m. 2016 styr regeringen löptiden för samtliga skuldsdrag med avvikelsetervall; se avsnitt 3.5.

1.4 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
<p>11. Andelen <i>real kronskuld</i> ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden.</p> <p>Skuldslagens andelar av statsskulden ska beräknas med nominella belopp till aktuell valutakurs inklusive upplupen inflationskompensation.</p>	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
<p>12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska minska. Minskningen ska högst vara 30 miljarder kronor per år.</p> <p>Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.</p>	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
<p>13. Riksgäldskontoret ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.</p>	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
<p>14. Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av <i>nominell skuld i kronor</i>.</p>	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

1.5 Statsskuldens löptid

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
<p>15. Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,6 och 3,6 år.</p>	Överensstämmer med regeringens beslut	Löptiden förlängs genom att styrintervallet breddas från 2,6–3,1 till 2,6–3,6 år; se avsnitt 3.3 och 3.4.
<p>16. För instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall ska det långsiktiga riktvärdet för utestående volym vara 70 miljarder kronor.</p>	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
<p>17. Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.</p>	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
<p>18. Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.</p>	Överensstämmer med regeringens beslut	Löptiden förlängs genom att det tidigare löptidsriktvärdet 0,125 år ersätts med styrintervallet 0–1 år; se avsnitt 3.3 och 3.4.

19. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkterna 15, 17 respektive 18.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
20. Löptiden ska mätas som duration.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

1.6 Kostnad och risk

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
21. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
22. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
23. Det överordnade riskmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsränterisken.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
24. Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
25. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbaserad och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
26. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
27. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

1.7 Marknads- och skuldvard

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

1.8 Positionstagande

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
<p>30. Riksgäldskontoret får ta positioner i <i>utländsk valuta</i> och <i>kronans valutakurs</i>.</p> <p>Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument.</p> <p>Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.</p> <p>Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk och som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.</p> <p>Positioner får bara tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</p>
<p>31. Positioner i <i>utländsk valuta</i> begränsas till 300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.</p> <p>Riksgäldskontoret ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</p>
<p>32. Positioner i <i>kronans valutakurs</i> begränsas till maximalt 7,5 miljarder kronor. När positionerna byggs upp eller avvecklas ska det ske gradvis och annonseras i förväg.</p> <p>Riksgäldskontoret ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen i samband med växlingar mellan kronor och andra valutor. Utrymmet ska vara av begränsad omfattning och positionerna behöver inte annonseras i förväg.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</p>

1.9 Upplåning på privatmarknaden

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
33. 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
34. Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån enligt 5 kap. 1 § budgetlagen får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion. Riksgäldskontoret får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
35. Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

1.11 Medelsförvaltning m.m.

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

1.12 Samråd och samverkan

39. Riksgäldskontoret ska samråda med Riksbanken i frågor om de delar av upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*

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

1.13 Utvärdering

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

2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer

Sammanfattning: Utgångspunkten för regeringens riktlinjebeslut är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Utgångspunkt tas också i statsskuldens storlek och förväntade utveckling. Vid slutet av 2014 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 394 miljarder kronor (36 procent av BNP). Prognoser pekar på att motsvarande skuld vid 2019 års slut kommer att uppgå till mellan 1 363 och 1 550 miljarder kronor (28 respektive 32 procent av BNP). Statsskuldens storlek och förväntade utveckling påverkar inte regeringens syn på utrymmet för risktagande i statsskuldförvaltningen. De låga löptidspremier som noterats de senaste åren och som förväntas bestå under en överskådlig framtid, förskjuter dock avvägningen mellan kostnad och risk på ett sådant sätt att en något längre löptid i statsskulden är motiverad.

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

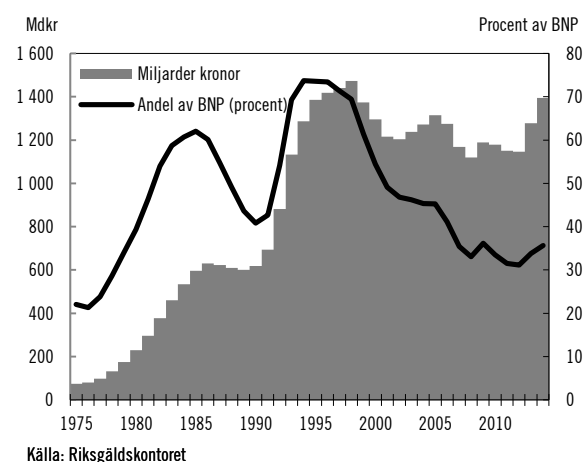
I syfte att sänka kostnaden för statsskulden har Riksgäldskontoret möjlighet att inom givna mandat fatta beslut om avvikelser från riktvärdena. Avvikelserna görs med derivat och definieras som positioner. Positionerna utvärderas separat och får inte tas på den svenska räntemarknaden.

2.1 Statsskulden

Utvecklingen i ett historiskt perspektiv

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

Diagram 1. Okonsoliderad statsskuld 1975–2014



I diagram 1 redovisas den okonsoliderade statsskuldens utveckling sedan 1975.¹ Sedan 1975 har statsskuden som andel av BNP ökat kraftigt under två perioder. Mellan 1976 och 1985 ökade statsskuden som andel av BNP från 22 till 65 procent och mellan 1990 och 1995 från 43 till 77 procent. Sedan mitten av 1990-talet har statsskuden som andel av BNP gradvis minskat, för att utgöra 36 procent vid 2014 års slut. Som framgår av diagrammet ökade statsskuden 2009 och 2013. En stor del av skuldökningen nämnda år förklaras av att Riksgäldskontoret lånade upp utländsk valuta för Riksbankens räkning. Vidareutlåningen till Riksbanken uppgick till motsvarande 100 miljarder kronor respektive år och gjordes efter begäran från Riksbanken i syfte att förstärka valutareserven. Vid 2014 års slut uppgick vidareutlåningen för Riksbankens räkning till 227 miljarder kronor (motsvarande 16 procent av den okonsoliderade statsskuden). Eftersom vidareutlåningen utgör en fordran för staten påverkar den inte styrningen av statsskuden.

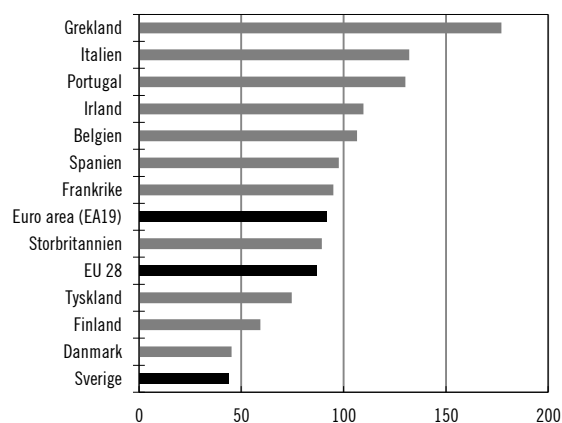
Jämförelse i ett internationellt perspektiv

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

För Sveriges del uppgick Maastrichtskulden till 44 procent av BNP vid slutet av 2014. Vid samma tillfälle uppgick motsvarande andel för EU som helhet till 87 procent och för euroområdet till 92 procent.

¹ I budgetpropositionen redovisas främst konsoliderad statsskuld. Skillnaden mellan konsoliderad och okonsoliderad statsskuld utgörs av statliga myndigheters innehav av statspapper (48 miljarder kronor vid 2014 års slut).

Diagram 2. Maastrichtskuld 2014 som andel av BNP



Källa: Eurostat, data från 21 april 2015

Statsskuldens framtida utveckling

Statsskuldens framtida utveckling är starkt beroende av den ekonomiska utvecklingen i Sverige, vilken i sin tur är beroende av utvecklingen i omvärlden. En stor del av Sveriges produktion exporteras. Stor betydelse för statsskuldens utveckling har även ekonomisk-politiska beslut och i vissa fall även engångsvisa händelser. Det ligger därmed i sakens natur att det är svårt att prognosticera statsskuldens utveckling på flera års sikt. Nedan redovisas därför flera prognoser över statsskuldens utveckling. Utöver regeringen gör Ekonomistyrningsverket (ESV), Konjunkturinstitutet (KI) och Riksgäldskontoret prognoser på de offentliga finanserna. Prognoserna har olika syfte. Prognosmetoderna och tidshorizonten skiljer sig också åt.

Regeringens prognoser utgör en viktig del i den politiska processen, eftersom de ligger till grund för riksdagsbeslut om skatter och utgifter. Regeringens prognos är hämtad från budgetpropositionen för 2016 (prop. 2015/16:1).

KI:s prognoser fokuserar på den realekonomiska utvecklingen i nationalräkenskapstermer. I KI:s prognoser beräknas även utvecklingen för den konsoliderade statsskuden.² KI:s prognos är hämtad från publikationen *Konjunkturläget* augusti 2015.

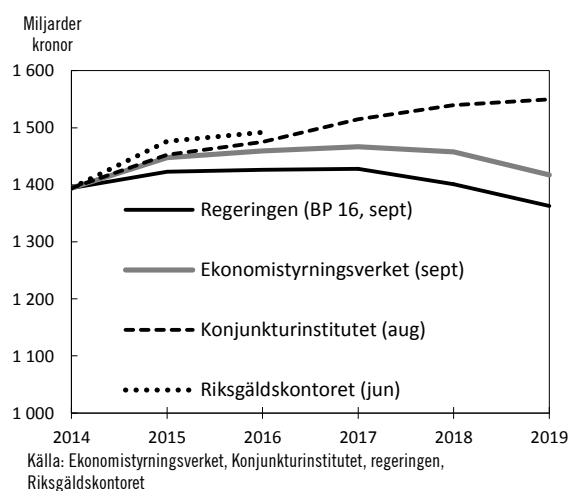
² För att räkna fram den okonsoliderade statsskuden har ESV:s prognos över statliga myndigheters innehav av statspapper använts. Den okonsoliderade statsskuden är ca 50 miljarder kronor högre än den konsoliderade statsskuden.

ESV:s prognoser utgör besluts- och diskussionsunderlag för finanspolitiken. Prognoserna utgår från fattade beslut och lagförslag samt i vissa fall åtgärder som regering och riksdag aviserat. ESV:s prognos är hämtad från myndighetens publikation *Prognos Statens budget och de offentliga finanserna* september 2015. Både regeringens och ESV:s prognoser bygger på konsekvensberäkningar givet föreslaget eller oförändrat regelverk samt utifrån en viss makroekonomisk utveckling. En skillnad är att regeringen antagit försäljningsinkomster på 5 miljarder kronor per år.

Riksgäldskontorets prognoser ligger till grund för myndighetens låneplanering och görs i kassamässiga termer. Genom att redovisa en plan över vilka låneinstrument som ska emitteras innevarande år och det närmast följande året, bidrar detta till att göra statsskuldspolitiken mer förutsägbar för marknadsaktörerna. Riksgäldskontorets prognos är hämtad från publikationen *Statsupplåning Prognos och analys 2015:2* från juni 2015.

I diagram 3 redovisas de olika myndigheternas prognoser över den okonsoliderade statsskuldens till och med beräkningsperiodens slut 2019.

Diagram 3. Prognoser över den okonsoliderade statsskuden



Prognoserna visar ett spann för den okonsoliderade statsskuden i slutet av 2019 på mellan 1 363 och 1 550 miljarder kronor (28 respektive 32 procent av BNP). Detta kan jämföras med att skulden vid 2014 års slut uppgick till 1 394 miljarder kronor eller 36 procent av BNP. Vidareutlåning till Riksbanken, som vid 2014 års slut uppgick till 227 miljarder kronor, ingår i prognoserna.

Utsikter för svensk ekonomi enligt Budgetpropositionen för 2016

Den svenska ekonomins utveckling har stor betydelse för statsfinanserna och därmed för statsskuldens utveckling. I budgetpropositionen för 2016 förväntas ett förbättrat konjunkturläge i svensk ekonomi, se tabell 1.

Tabell 1. BNP-prognos enligt budgetpropositionen för 2016

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
BNP ¹	2,4	2,6	2,5	2,8	2,5	2,0

¹ Fasta priser, referensår 2014 (kalenderkorrigerad)

Källa: Budgetpropositionen för 2016 (prop. 2015/16:1)

En gradvis starkare utveckling i omvärlden ökar efterfrågan på svensk export, vilket i sin tur förväntas bidra till ökade investeringar i näringslivet, lägre arbetslöshet och ett stigande resursutnyttjande. Prognosen är dock osäker och risken för en svagare utveckling är fortsatt stor.

I euroområdet, som är Sveriges viktigaste exportmarknad, förväntas återhämtningen gå långsamt även om utsikterna för den ekonomiska utvecklingen ljusnat under 2015. Europeiska centralbankens (ECB) expansiva penningpolitik har bidragit till en försvagning av euron mot flertalet valutor, vilket stimulerar exporten. En hög offentlig skuldsättning, arbetslöshet och sämre ekonomiska förhållande i många länder håller dock tillbaka efterfrågan.

I USA förväntas den ekonomiska utvecklingen vara stark under de kommande åren. Hushållens konsumtion förväntas öka till följd av en fortsatt hög sysselsättningstillväxt, låga räntor och ett lågt oljepris. Investeringarna stimuleras av höga vinster och av ett högt förtroende bland företagen om att den ekonomiska utvecklingen kommer att bli god.

Tillväxten i Kina var svag under inledningen av 2015. Den tidigare investeringsledda tillväxten har mattats av för att i stället drivas av inhemsk konsumtion. De kommande åren bedöms detta leda till en lägre men mer balanserad BNP-tillväxt jämfört med tidigare. Den senaste tidens turbulens på de finansiella marknaderna i Kina bidrar till att göra tillväxtutsikterna mer osäkra.

I Sverige har tillväxten de senaste åren hållits tillbaka av en svag efterfrågan från omvärlden. Hushållens konsumtion har däremot utvecklats förhållandevis starkt. Under 2016 bedöms efterfrågan på svensk export att öka, vilket stärker dess bidrag till BNP-tillväxten. Den offentliga konsumtionen bedöms bidra till en

förhållandevis stort del av BNP-tillväxten under både 2015 och 2016.

Prognoser över den ekonomiska utvecklingen är osäkra och ökar med prognoshorisontens längd. Riskerna för en sämre utveckling bedöms vara större än chanserna för att utvecklingen blir bättre. Nedan redogörs för några av riskerna i prognosen.

Det finns en betydande risk för att den ekonomiska utvecklingen i euroområdet blir svagare än väntat. Skuldsättningen är fortsatt hög i många länder, vilket gör att behovet av sparande är betydande. Det finns även risk för bakslag för de länder som haft stödprogram för att komma tillrätta med sina offentliga finanser. En negativ utveckling i Grekland väntas ha begränsade spridningseffekter, men skulle ändå kunna skapa turbulens på de finansiella marknaderna. Om de geopolitiska konflikterna i världen allvarligt förvärras, t.ex. i delar av Mellanöstern, kan detta påverka hela världsekonomin. Ytterligare en risk är att tillväxten i Kina bromsar in kraftigare än förväntat.

Höga värderingar av finansiella tillgångar världen ökar risken för en hastig priskorrektion. Till detta bidrar den osäkerhet som omgärdar penningpolitiken i USA och euroområdet. Om det sker en oväntad åtstramning av penningpolitiken kan kapitalmarknaderna destabiliseras, framför allt i framväxande ekonomier.

Den makroekonomiska utvecklingen kan även påverkas av extrema väderförhållanden som onormala vintertemperaturer, torka och översvämningar.

I Sverige utgör hushållens höga skuldsättningsgrad och bostadsprisernas utveckling en risk i prognosen. Ett stort prisfall på bostäder riskerar sänka hushållens konsumtion, vilket i sin tur skulle leda till lägre sysselsättning och lägre BNP-tillväxt. Ett prisfall bedöms dock inte hota stabiliteten i det finansiella systemet. De senaste åren har en rad åtgärder vidtagits för att stärka motståndskraften i det finansiella systemet.

Den ekonomiska utvecklingen kan även bli starkare än vad som antagits i prognosen. Effekterna av ett lägre oljepris kan ha underskattats, penningpolitiken kan bli mer expansiv än väntat och förtroendet bland företag och hushåll kan utvecklas starkare än vad som antagits i prognosen. I Sverige möjliggör

hushållens höga sparande att den privata konsumtionen kan bli högre än vad som antagits i prognosen.

Slutsats

Prognoserna över den okonsoliderade statsskulden pekar på att skulden som andel av BNP kommer att vara något lägre 2019 än i dag. Prognoserna är dock förknippade med risker om en svagare utveckling. Utrymmet för risktagande i statsskuld förvaltningen bedöms därmed i stort vara detsamma som tidigare.

2.2 Lånemarknaderna

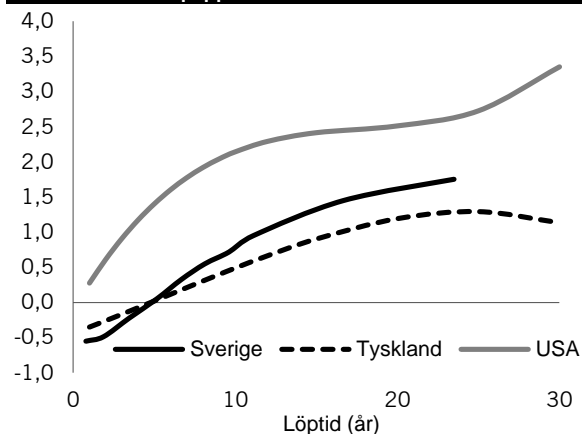
Avkastningskurvans lutning

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

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

I årets förslag till riktlinjer har Riksgäldskontoret analyserat löptidspremierna. Analysen visar att löptidspremierna fallit till nära noll och att de förväntas vara låga under en överskådlig tid. Därmed har kostnadsfördelen med kortfristig upplåning minskat jämfört med tidigare (se avsnitt 3.3).

I diagram 4 visas avkastningskurvan för svenska, tyska och amerikanska statspapper den 30 september 2015. Som framgår är den svenska avkastningskurvan flack i den korta änden och lägre än den tyska på löptider upp till fem år.

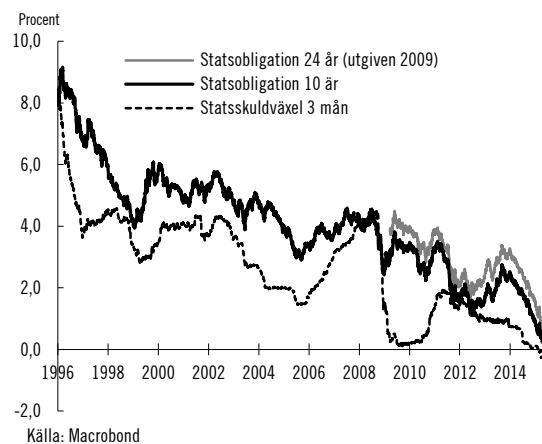
Diagram 4. Avkastningskurvan för svenska, tyska och amerikanska statspapper 15-09-30

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

Avkastningskurvans nivå

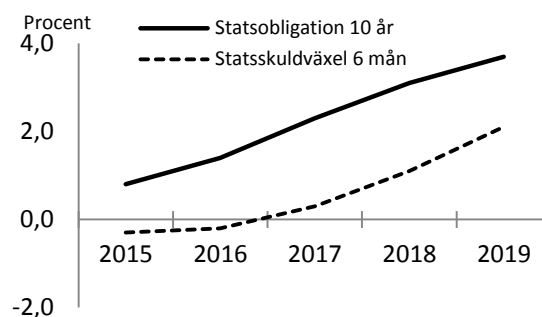
Avkastningskurvans nivå har normalt inte betydelse för valet av löptid. I betraktande av att upp- och nedgångar av ränteläget på sikt tar ut varandra, reduceras vinsten av att ha en lång skuld när räntorna stiger av att en förlust kan sägas uppkomma när ränteläget sjunker igen. I vissa extraordinära fall har dock räntenivån påverkat löptidsstyrningen. Så skedde t.ex. våren 2009 då Riksgäldskontoret gavs möjlighet att emittera ett 30-årigt obligationslån, bl.a. i syfte att låsa in låga räntor.

Det senaste året har Riksbanken successivt sänkt reporäntan från 0,75 procent i juli 2014 till -0,35 procent i juli 2015. Riksbanken har även köpt statsobligationer på andrahandsmarknaden. Under 2014 och i inledningen av 2015 föll räntan på svenska statsobligationer, främst som en följd av att investerare anpassat sina förväntningar till att reporäntan kommer att vara låg under en längre tid. Som ett resultat av starkare konjunktursignaler i svensk ekonomi steg de svenska statsobligationsräntorna något under våren för att åter sjunka något under sommaren och hösten.

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

Regeringens prognos för ränteutvecklingen

I budgetpropositionen för 2016 räknar regeringen med gradvis stigande räntor under prognoshorisonten fram till slutet av 2019. Årsgenomsnittet för statsskuldväxlar med sex månaders löptid bedöms stiga från -0,3 procent 2015 till 2,1 procent 2019. Årsgenomsnittet för statsobligationer med tio års löptid bedöms stiga från 0,8 procent till 3,7 procent under samma period, se diagram 6.

Diagram 6. Regeringens prognos för svenska statsränta, årsgenomsnitt 2015-2019

Källa: Budgetpropositionen för 2016 (prop. 2015/16:1)

Slutsats

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

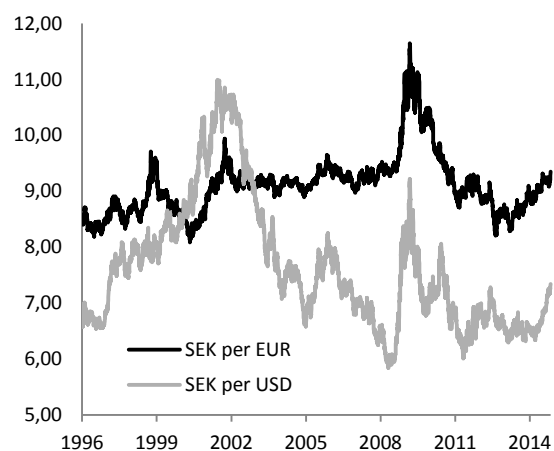
2.3 Den svenska kronan

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

Den svenska kronans historiska utveckling

Kronan försvagades kraftigt under finanskrisen 2008 och 2009, då placerare sökte sig till de större valutorna. Därefter stärktes kronan i takt med att finansmarknaderna stabiliserades och konjunktursignalerna blev mer positiva. Sedan 2011 har kronan försvagats något i förhållande till euron. Under senare delen av 2014 och under våren 2015 stärktes den amerikanska dollarn betydligt, vilket resulterat i en svagare kronkurs i förhållande till den amerikanska dollarn.

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

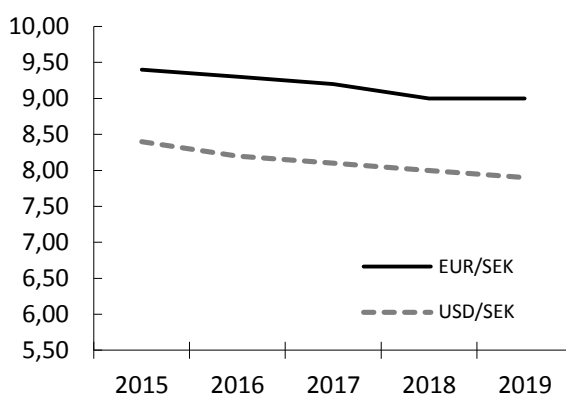


Källa: Macrobond/Riksbanken

Regeringens prognos för kronutvecklingen

I budgetpropositionen för 2016 räknar regeringen med att kronan förstärks något i förhållande till euron och dollarn under prognoshorisonten fram till slutet av 2019. Årsgenomsnittet för EUR/SEK beräknas till 9,40 under 2015 och till 9,00 under 2019. Motsvarande förväntas kronan under samma period stärkas gentemot den amerikanska dollarn från ett beräknat årsgenomsnitt på 8,40 under till 7,90, se diagram 8.

Diagram 8. Regeringens prognos för kronan, årsgenomsnitt 2015–2019



Källa: Budgetpropositionen för 2016 (prop. 2015/16:1)

Slutsats

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

2.4 Riksbankens remissyttrande över Riksgäldskontorets förslag

Enligt budgetlagen (5 kap. 6 §) ska regeringen låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Av Riksbankens yttrande framgår att Riksbanken, med nedanstående tydliggörande, anser att de förslag som Riksgäldskontoret framför i riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2016–2019 är förenliga med de krav som penningpolitiken ställer.

De köp av statsobligationer som Riksbanken genomför syftar till att pressa ner obligationsräntorna på olika löptider. Detta åstadkommer Riksbanken genom att minska det tillgängliga utbudet statsobligationer på marknaden. Riksgäldskontorets förslag att förlänga löptiden på den nominella kronskulden skulle, i princip, kunna påverka den förda penningpolitiken om förlängningen sker genom att upplåningen ökar i längre löptider där Riksbanken köpt obligationer. Riksbanken noterar att den föreslagna löptidsförlängningen är relativt måttlig. Likväl bör det tydliggöras att förlängningen av löptiden på den nominella kronskulden uteslutande kommer ske genom en minskad användning av swappar.

3 Skälen för regeringens beslut

3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuld förvaltningen

Styrningen av statsskuldens förvaltning tar sin utgångspunkt i det av riksdagen beslutade målet för statsskuldspolitiken. I riktlinjerna fastställer regeringen att avvägningen mellan kostnad och risk främst ska göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid (punkt 21). Av riktlinjerna framgår att det överordnade kostnads- och riskmålet är genomsnittlig emissionsränta (punkterna 22 och 23).

Statsskuldens storlek och förväntade utveckling

I avvägningen mellan kostnad och risk beaktas statsskuldens storlek och förväntade utveckling. Starka statsfinanser och en låg statsskuld ökar utrymmet för risktagande i utbyte mot lägre förväntade kostnader. I undantagsfall kan även den absoluta räntenivån påverka riktlinjerna, liksom situationen på lånemarknaderna och den svenska kronans växelkurs.

I slutet 2014 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 394 miljarder kronor, vilket motsvarande 36 procent av BNP. Av skulden utgjorde 227 miljarder kronor vidareutlåning till Riksbanken. Prognoser från regeringen, ESV och KI pekar på att statsskulden vid 2019 års slut kommer att uppgå till mellan 1 363 och 1 550 miljarder kronor (inklusive vidareutlåningen till Riksbanken). Som andel av BNP motsvarar detta 28 respektive 32 procent. I kombination med de risker som prognoserna är förknippade med bedöms utrymmet för risktagande i statsskuld förvaltningen vara oförändrat.

Statsskuldens kostnader

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

Marknadsräntorna har varit låga sedan finanskrisen 2008–2009. De svenska statsfinanserna har visat relativt god styrka, vilket tillsammans med det globalt låga ränteläget bidragit till att statens upplåningskostnader sjunkit till rekordlåga nivåer. För 2014 uppgick de kostnadsmässiga statsskuld räntorna till 16 miljarder kronor och i budgetpropositionen för 2016 beräknas motsvarande räntekostnader till 12,5 miljarder kronor för 2015. För åren 2016–2019 beräknas räntekostnaderna successivt öka för att uppgå till 33,5 miljarder kronor vid periodens slut. Ökningen beror främst på förväntningar om högre marknadsräntor.

Risker i statsskuld förvaltningen

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

Det finns inte något enskilt mått som beskriver den sammantagna risken i statsskuld förvaltningen. I stället redovisas olika

typer av risker, varav de främsta är ränteomsättningsrisk, refinansieringsrisk, finansieringsrisk och motpartsrisk.

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

Med ränteomsättningsrisk menas risken att räntekostnaderna på skulden snabbt stiger om marknadsräntorna rör sig uppåt. Ju större andel av skulden som består av korta och rörliga lån desto känsligare blir skulden för förändrade marknadsräntor. Kort upplåning är i regel billigare än lång upplåning, vilket gör att en avvägning måste göras mellan förväntad kostnad och risk. De senaste åren har löptidspremierna, dvs. den kompensation som investerarna kräver för att placera i statspapper med längre löptid minskat. Löptidspremierna förväntas vara låga under en överskådlig framtid. Detta medför att avvägningen justeras mellan den förväntade kostnadsbesparingen och den ökade risk som kortfristig upplåning medför (se avsnitt 3.3). Justeringen innebär att löptiden i skulden förlängs något. Förlängningen bedöms kunna göras till en låg kostnad eller ingen kostnad alls.

Refinansieringsrisk avser risken att det visar sig svårt eller kostsamt att ersätta förfallande lån med nya. Refinansieringsrisken framträder i regel samtidigt som behovet av nyupplåning ökar kraftigt (finansieringsrisk). Refinansieringsrisken återspeglar den återstående tiden till förfall, dvs. när skulden behöver finansieras om. I riktlinjerna framgår att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisk i förvaltningen av statsskulden (punkt 24) samt att myndigheten ska säkerställa god låneberedskap i utländsk valuta (punkt 25).

Refinansieringsrisken beaktas på flera olika sätt i Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård. Detta görs bl.a. genom att säkerställa infrastruktur, investerarbas och likviditet i lånemarknaden. Merparten av upplåningen görs i statsobligationer som fördelas över flera lån med olika förfallotidpunkter. Upplåningen fördelas löpande i små och regelbundna auktioner. En stor del av upplåningen görs i den tioåriga

statsobligationen där investerarbasen är som störst. Sedan 2009 har Riksgäldskontoret även nominell kronupplåning på längre löptider än tolv år, vilket gör att statsskuldens förfall sprids över en längre tidsperiod. Vidare reducerar Riksgäldskontorets upplåning i utländsk valuta refinansierings- och finansieringsrisken genom att kanalen till de internationella kapitalmarknaderna hålls öppen. Den internationella kapitalmarknaden möjliggör upplåning av stora volymer på kort tid.

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

3.2 Styrningen av statsskuldens sammansättning behålls oförändrad

Regeringen ser inte skäl att ändra styrningen av statsskulden sammansättning. Andelen real kronskuld ska långsiktigt styras mot 20 procent. Vid 2014 års slut utgjorde valutaskuldens andel av statsskulden ca 15 procent. I riktlinjebeslutet för 2015 beslutades att valutaexponeringen i statsskulden ska minska med högst 30 miljarder kronor per år³, vilket även gäller tills vidare. Beslutet att minska valutaexponeringen innebär att sannolikheten för variationer i kostnaderna, och därmed risken, minskar i takt med att valutarisken i skulden avtar. Statsskuldens resterande andelen (f.n. runt 65 procent) ska utgöras av nominell kronskuld.

³ Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans växelkurs exkluderas.

3.3 Förlängd löptid på statsskulden

Nominell kronskuld

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

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

För instrument med upp till tolv år till förfall ska löptiden (durationen⁴) vara mellan 2,6 och 3,6 år (punkt 15). Detta innebär att mitten av styrintervallet förlängs med tre månader, då löptidsintervallet för 2015 är mellan 2,6 och 3,1 år⁵, samt att intervallet görs 0,5 år bredare (se avsnitt 3.4). Skälet till ändringen är att kostnadsfördelen med kortfristig upplåning är mindre än tidigare. Genom att förlänga löptiden något kan riskerna i skulden minska till en låg eller ingen kostnad.

Beslutet grundar sig på Riksgäldskontoret analys av löptidspremier i förslaget till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016–2019 (Fi2015/04585/FPM). Avkastningskurvan har historiskt oftast haft en positiv lutning, vilket innebär att långa räntor varit högre än korta räntor. En förklaring till detta är att marknadsaktörerna i genomsnitt förväntar sig att räntorna ska stiga (förväntningshypotesen). En annan förklaring är att marknadsaktörerna vill ha kompensation för att binda pengar om de visar sig ha fel eller om de vill placera i en annan tillgång innan obligationen faller till betalning (löptidspremie).

Hur stor del av skillnaden mellan långa och korta räntor som utgörs av förväntningar om högre räntor respektive löptidspremier är svårt att mäta, då de båda komponenterna inte är observerbara var för sig. Genom att uppskatta

förväntningarna om framtida räntor och därefter dra ifrån förväntningarna från den faktiska skillnaden i räntorna på olika löptider, kan löptidspremier uppskattas. Riksgäldskontoret har studerat beräkningar på tioåriga löptidspremier för amerikanska statsobligationer, vilka fallit under de senaste decennierna.⁶ Med hjälp av enkätundersökningar och modeller har Riksgäldskontorets skattat löptidspremier på den svenska statspappersmarknaden.⁷ I stort bekräftas bilden från den amerikanska statspappersmarknaden. Även svenska löptidspremier tycks ha fallit över tiden och förefaller i dagsläget vara nära noll. Löptidspremier kan dock variera kraftigt över tiden och det kan inte uteslutas att premien stiger igen. Det finns dock återhållande faktorer, såsom förändringar i marknadsaktörernas beteenden som talar för att löptidspremierna kan förväntas att vara låga under en överskådlig framtid. Exempel på sådana faktorer är större inslag av matchning av tillgångar och skulder från försäkringsföretagens sida.

För att förkorta löptiden på statsskulden använder Riksgäldskontoret ränteswappar. Den något längre löptiden för den nominella kronskulden som följer av årets riktlinjebeslut, avser Riksgäldskontoret att uppnå genom att minska användningen av swappar. Riksgäldskontoret har inte fått några indikationer på att transaktionerna, eller uteblivna transaktioner, skulle ha någon angörande betydelse för swappräntorna eller swappmarknadens likviditet. Den fortsatta analysen får visa om ytterligare förlängning av löptiden är motiverad, utöver vad som beslutas i riktlinjerna för 2016. Förlängningen ska ske i små steg, eftersom en kraftig förlängning skulle kunna innebära att utbuds- och

⁴ Durationen beräknas som det vägda genomsnittet av tiden fram till varje kassaflöde (kuponger och slutliga betalningar) där vikterna bestäms av respektive kassaflödes marknadsvärde.

⁵ Den 12 mars 2015 höjdes löptidsintervallet med 0,3 år, från 2,3–2,8 år. Skälet till höjningen var att återställa styrningen till samma risknivå som i riktlinjebeslutet för 2015. Bakgrunden till ändringen var att durationen blev markant längre när marknadsräntorna föll kraftigt under senhösten 2014 och under inledningen av 2015. Riksgäldskontoret lämnade förslag till nämnda beslut (Fi2015/929).

⁶ Tobias Adrian, Richard K. Crump and Emanuel Moench, "Pricing the Term Structure with Linear Regression", *Journal of Financial Economics* 110 (1), October 2013, pp 110-138.

⁷ Enkätundersökningarna har genomförts av Prospera på uppdrag av Riksbanken. Ett sextiototal marknadsaktörer svarar på vad man tror om räntan på en femårig statsobligation på 3, 6, 12, 24 och 60 månaders sikt. Riksgälden har använt två räntemodeller: en som utvecklats vid Federal Reserve Bank of New York och en som bygger på Francis X. Diebold and Canlin Li, "Forecasting the term structure of government bond yields", *Journal of Econometrics* 130 (2), February 2006, pp 337-364.

efterfrågebalansen rubbas på ett sätt som får långa räntor att stiga. Det finns också en osäkerhet kring hur bestående nedgången i riskpremien kommer att vara.

Valutaskulden

Löptidsintervallet för valutaskulden ska vara 0–1 år. Detta innebär att styrningen tar sikte på en något längre löptid än tidigare (fyra och en halv månad längre), jämfört med det tidigare riktvärdet på 0,125 år. Löptidsförlängningen kan uppnås genom att minska användningen av derivat. Jämfört med nuvarande praxis, när varje emission rutinmässigt swappas till kort ränta, görs löptiden mer beroende av tidpunkter och volymer i obligationsutgivningen. Ändringen kan göras utan att några marknadseffekter uppstår, eftersom Riksgäldskontoret är en liten aktör på de utländska marknaderna.

Den relativt korta räntebindningstiden för valutaskulden bedöms fortsatt som ändamålsenlig i termer av kostnad och risk. Valutaskulden sprids på flera valutor och utgör en mindre andel av statsskulden (f.n. till runt 15 procent).

Den reala kronskulden

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

3.4 Bredare löptidsintervall

Löptidsintervallet för den nominella kronskulden med instrument upp till tolv år till förfall breddas från 2,6–3,1 år till 2,6–3,6 år. För valutaskulden ersätts det tidigare löptidsriktvärdet 0,125 år med löptidsintervallet 0–1 år.

Skälet till ändringarna är att stärka förutsättningarna för en ändamålsenlig låneplanering. Genom att öka flexibiliteten kring löptidsstyrningen kan onödiga transaktionskostnader undvikas. Ett intervall ger större möjlighet att anpassa upplåningen om

lånebehovet skulle avvika från prognosen eller om förutsättningarna på till exempel swappmarknaden förändras. Ett annat skäl är att skuldens löptid inte längre bedöms vara lika starkt kopplad till dess kostnad (avsnitt 3.3). Detta gör att det inte finns skäl att styra löptiden lika snävt som tidigare. Med bredare styrintervall förbättras även möjligheterna att, på samma sätt som för den reala kronskulden, främja en likvid och i övrigt väl fungerande marknad i syfte att attrahera en bred investerarbaser.

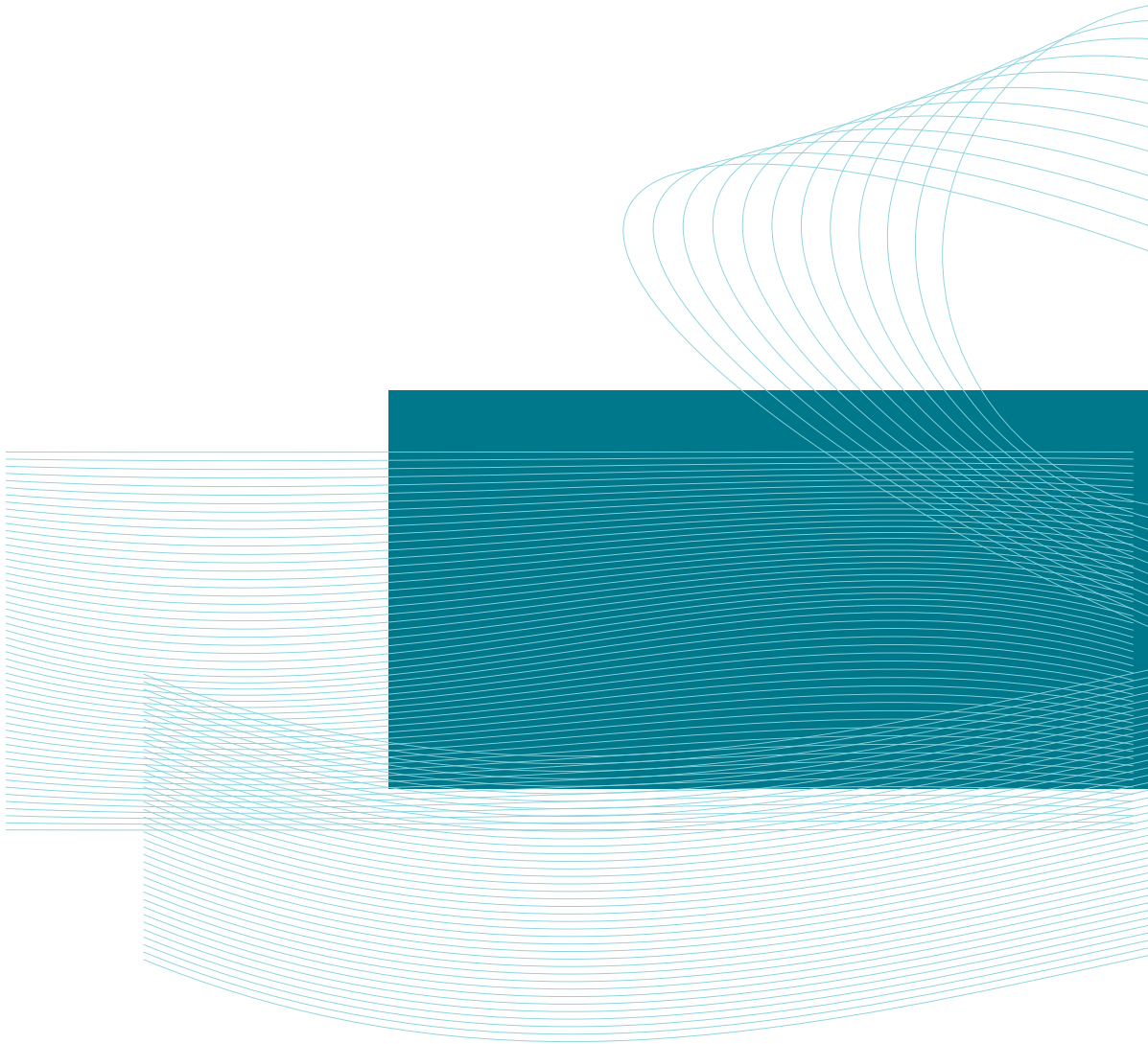
Ytterligare ett skäl härrör från beslutet i riktlinjerna för 2015, där det fastställdes att duration ska ersätta genomsnittlig räntebindningstid som löptidsmått. Durationsmättet påverkas av ränterörelser, vilket gör att löptiden förflyttas vid kraftiga rörelser i marknadsräntan.⁸

De bredare intervallen motiveras av rent operativa skäl. Riksgäldskontoret planerar upplåningen så att skuldens löptid normalt hålls i mitten av respektive intervall. Det bör understrykas att avsikten med de bredare intervallen inte är att anpassa statsskuldens löptid på bedömningar av framtida räntor. Den typen av marknadspositionering görs alltid utanför den reguljära statsskuldsköperförvaltningen i enlighet med bestämmelserna som fastställs i riktlinjerna (punkt 30–32).

3.5 Riksgäldskontorets interna riktlinjer

I riktlinjerna framgår att Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer (punkt 10). Den tidigare formuleringen om att Riksgäldskontorets interna riktlinjer ska avse ”avvikelseintervall för de av regeringen beslutade löptidsriktvärdena för de enskilda skuldslagen” tas bort, eftersom regeringen fastställer löptidsintervall för samtliga skuldslag fr.o.m. 2016.

⁸Se fotnot 4 samt avsnitt 3.3 i Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2015.



REGERINGSKANSLIET

Finansdepartementet

Tel 08-405 10 00, www.sweden.gov.se/finance